

美吉姆 (002621)：原制造业剥离，聚焦早教赛道快速发展

2020年07月09日

推荐/维持

美吉姆

公司报告

事件：美吉姆拟将持有的大连三垒科技有限公司 100% 股权以人民币 2.49 亿元转让给俞建模和金秉铎。

剥离制造业，聚焦早教赛道。本次出售的三垒科技在交易前由美吉姆 100% 控股，本次交易后，由三垒创始人及股东俞建模和金秉铎 100% 控股。2019 年公司机械制造业营收占比 21.5%，毛利率 45.46%，毛利率低于公司教育板块业务。剥离制造业板块后，美吉姆将更加聚焦于早教赛道，有利于公司的内部管理和长期发展规划，同时将带动公司整体毛利率提升。

疫情冲击早教行业，但未来行业集中度或将提升。由于新冠疫情，1 月 29 日起 3 岁以下婴幼儿早教机构、亲子园暂停线下培训。业内各早教机构纷纷提供线上课程，但由于通过电脑端的上课方式并不适合低龄儿童，且早教课程线上化很难弥补线下课程的缺失，新报班人数骤减，行业总体受到冲击较大。疫情对中小企业现金流带来挑战，加速行业供给端出清。美吉姆作为国内唯一早教上市公司，在现金流和品牌力方面具有较强优势。公司于疫情期间推出在线业务，同时公司明确线下为早教业务发展根基，线上业务旨在对线下的补充，提高市场覆盖广度，增加线下顾客粘性和获客渠道。在此行业整合背景下，公司聚焦早教发展，定位明确，有望焕发新的生机。

政策推动早教行业加速发展，作为头部品牌美吉姆有望持续快速扩张。近年来国家出台了一系列支持早教行业发展的政策，在学龄前教育阶段，早教行业处于加速发展期，成为民间资本最佳的发挥领域，各大早教机构开始加速布局抢占市场。2015 年我国早教市场规模不到 1500 亿元，预计 2020 年将超过 3000 亿元，CAGR 约 20%。公司依靠品牌优势，有望在快速发展和竞争激烈的市场竞争中胜出。过去三年公司每年增加 90 多家中心，我们预计未来 3-5 年公司一线城市有望实现门店数 50% 增长，二线城市由于房租较低、人才充足、购物需求旺盛，发展空间大，预计门店数或可实现翻倍。三四年城市也有进一步下沉覆盖的空间，公司未来几年仍将处于快速扩张阶段。

公司盈利预测与投资评级：截至 5 月下旬，公司在江苏、海南、四川等地的 95 家美吉姆中心已经复课，此后除北京外的中心仍在持续恢复。考虑到 2020 年 2.49 亿元资产处置收益以及 2021 年制造业完全剥离，我们预计公司 2020-2022 年净利润为 2.4/2.1/2.6 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.26/0.31 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 24/27/23 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：门店扩张不及预期，加盟店运营情况不及预期，教育恶性事件。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	265.36	629.82	441.84	611.16	714.11
增长率(%)	49.78%	137.35%	-29.85%	38.32%	16.85%
归母净利润(百万元)	31.55	119.71	241.20	213.60	256.58
增长率(%)	118.25%	377.33%	31.43%	-11.44%	20.13%
净资产收益率(%)	2.62%	8.89%	13.30%	10.87%	11.96%
每股收益(元)	0.09	0.20	0.29	0.26	0.31
PE	78.11	35.15	24.09	27.21	22.65
PB	2.03	3.09	3.20	2.96	2.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

三垒股份收购天津美杰姆并更名美吉姆。美杰姆公司主要从事与婴幼儿早期教育培训服务相关的业务。其业务源自美国 1983 年成立的“美吉姆”儿童早教品牌。公司已经形成了一套独特的儿童早期教育培训体系，拥有了一批经验丰富、专业性强的优质团队。自 2009 年进入中国市场，十年间美吉姆的发展规模、行业地位和品牌影响力逐年提升，成为越来越多中国家庭首选的早教品牌。

未来 3-6 个月重大事项提示：

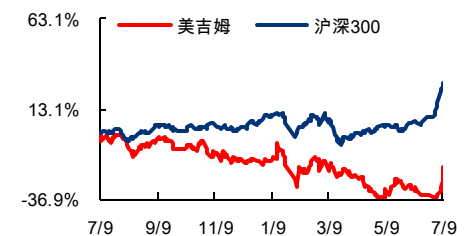
2020-07-22 股东大会

2020-08-28 2020 年中报预计披露

交易数据

52 周股价区间(元)	9.56-6.04
总市值(亿元)	58.11
流通市值(亿元)	53.72
总股本/流通 A 股(万股)	82,666/76,409
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.53

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	697	781	1296	1531	1794	营业收入	265	630	442	611	714
货币资金	463	527	1104	1310	1548	营业成本	126	195	150	152	165
应收账款	63	59	42	59	68	营业税金及附加	5	7	7	9	11
其他应收款	21	23	16	23	27	营业费用	15	45	66	43	50
预付款项	10	20	25	30	34	管理费用	76	135	155	131	154
存货	101	97	82	83	90	财务费用	-3	5	-3	-8	-10
其他流动资产	35	21	21	21	21	研发费用	8	19	14	19	22
非流动资产合计	3479	3484	3405	3331	3260	资产减值损失	4.66	-6.63	1.14	1.14	1.14
长期股权投资	0	3	3	3	3	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	72	70	64	59	53	投资净收益	24.44	0.52	20.00	20.00	20.00
无形资产	1300	1299	1221	1148	1079	加: 其他收益	0.99	29.11	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	1	0	0	0	营业利润	60	245	327	290	348
资产总计	4176	4266	4701	4861	5054	营业外收入	0.36	0.45	0.50	0.50	0.50
流动负债合计	2444	1762	1734	1740	1749	营业外支出	0.00	1.65	1.00	1.00	1.00
短期借款	0	29	0	0	0	利润总额	60	243	326	289	347
应付账款	9	15	12	12	13	所得税	21	57	82	72	87
预收款项	140	143	148	154	161	净利润	39	186	245	217	260
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	67	4	3	4
非流动负债合计	11	63	55	55	55	归属母公司净利润	32	120	241	214	257
长期借款	0	55	55	55	55	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2455	1825	1789	1795	1803	成长能力					
少数股东权益	518	1095	1098	1102	1105	营业收入增长	49.78%	137.35%	-29.85%	38.32%	16.85%
实收资本(或股本)	348	591	827	827	827	营业利润增长	107.97%	306.97%	33.64%	-11.43%	20.09%
资本公积	495	260	260	260	260	归属于母公司净利润增长	71.90%	279.40%	101.49%	-11.44%	20.13%
未分配利润	398	511	644	761	902	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1202	1346	1814	1964	2145	毛利率(%)	52.58%	69.02%	66.03%	75.20%	76.96%
负债和所有者权益	4176	4266	4701	4861	5054	净利率(%)	14.71%	29.58%	55.42%	35.48%	36.48%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	0.76%	2.81%	5.13%	4.39%	5.08%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	2.62%	8.89%	13.30%	10.87%	11.96%
经营活动现金流	180	239	334	250	291	偿债能力					
净利润	39	186	245	217	260	资产负债率(%)	59%	43%	38%	37%	36%
折旧摊销	14.68	19.71	85.49	81.57	77.81	流动资产周转率	0.28	0.44	0.75	0.88	1.03
财务费用	-3	5	-3	-8	-10	流动比率	0.24	0.39	0.70	0.83	0.97
应收账款减少	-46	5	16	-16	-10	营运能力					
预收账款增加	116	3	4	6	7	总资产周转率	0.10	0.15	0.10	0.13	0.14
投资活动现金流	-1168	-631	42	13	13	应收账款周转率	7	10	9	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	28.92	51.05	32.77	52.83	58.91
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	24	1	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.20	0.29	0.26	0.31
筹资活动现金流	790	310	200	-56	-67	每股净现金流(最新摊薄)	-0.57	-0.14	0.70	0.25	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.46	2.28	2.19	2.38	2.60
长期借款增加	0	55	0	0	0	估值比率					
普通股增加	10	243	236	0	0	P/E	78.11	35.15	24.09	27.21	22.65
资本公积增加	99	-234	0	0	0	P/B	2.03	3.09	3.20	2.96	2.71
现金净增加额	-199	-82	577	207	238	EV/EBITDA	27.88	13.96	11.70	12.65	10.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	美吉姆 (002621): 加速空白市场布局, 定增加强利益绑定	2019-10-25

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅游、餐饮、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526