

聚焦语文教培带来更强确定性，政策红利驱动业绩高增长

买入（首次）

2020年06月01日

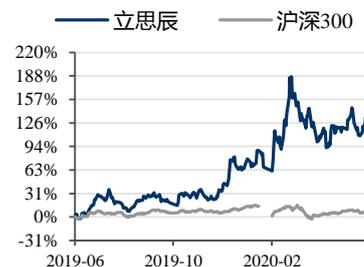
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,979	2,147	3,199	4,442
同比（%）	1.4%	8.5%	49.0%	38.9%
归母净利润（百万元）	31	160	392	600
同比（%）	102.2%	423.5%	144.8%	53.0%
每股收益（元/股）	0.04	0.18	0.45	0.69
P/E（倍）	502.94	96.07	39.25	25.66

投资要点

- 逐步剥离非教育资产，聚焦 K12 教培业务。**公司当前的主营业务产品包括内容（安全）管理解决方案及教育产品及管理解决方案两项，其中教育业务主要包括语文学习服务、升学服务及智慧教育三部分，大语文学习服务已成为公司当前第二大收入来源及第一大利润来源。公司目前正在进一步推进上市公司体内剩余信息安全资产和股权的分拆，未来将专注大语文培训业务。2018 年公司多项资产减值导致大额亏损，业务及资产梳理后，2019 年公司同比实现扭亏迎来业绩拐点，其中语文培训业务同比增长达到 114%，成为公司当前增长发动机。
- 语文培训迎来发展红利期。**2018 年，中国 K12 课后教育服务市场规模为 5,064 亿元，预计到 2023 年将达到 8,194 亿元，预计 2018 年至 2023 年复合年增长率为 10.1%。但语文培训赛道客观上面临两个方面的难点：1) 无统一的课程标准及体系，产品化难度高，对教师要求高；2) 无相关等级考试，使得语文培训兼具素质教育及应试教育双重特点。随着新课改与新高考改革政策的逐步落地，语文在考试科目中的地位显著提升，直接促进了语文培训需求的提升，近年来行业发展步入红利期。
- 公司具有名师及产品优势。**公司吸引了一批以北大、北师大文学院毕业生为主的授课经验丰富的精英教学及管理团队，在薪资激励上具有吸引力。管理上，公司加强了后台的研发及中台的管理，在制度上降低名师流失带来的风险。产品方面，公司拥有相比竞争对手更强的产品化能力，产品体系丰富程度领先同行。班型包括培优班、拔尖班、王者班三种类型，分别针对不同语文水平的学生；内容方面包括语文的基础知识、阅读、写作等不同类型；教学形式方面，线上及线下布局完善。
- 维持较快的城市及门店拓展，线上业务加速增长。**1) 公司当前推行直营+加盟的扩张战略，加盟商可以在最大程度减少拓展线下门店的成本，在当前阶段快速增加市场占有率。2020 年公司将组织结构调整，着力将加盟和直营的联动做到无缝链接，预计未来线下渠道增长仍有较大空间。2) 线上业务加速增长，2020Q1 线上实现营业收入 3,417 万元，同比增长 537.5%，超过 2019 年全年，期末收款额达到 4,319 万元，同比增长 877.1%。3) 公司已经孵化出了包括纳约数学、大英语、理科前线、思溢幼教在内的多个引流产品。在立思辰大语文到达全国主要城市后，搭载大语文运营渠道带动其他学科发展，未来品类扩张也值得期待。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 1.60/3.92/6.00 亿元，综合绝对估值及相对估值两种方法，给予公司 23 元/股目标价。
- 风险提示：**疫情影响超预期；在线拓展不及预期；政策风险等。

证券分析师 张良卫
 执业证号：S0600516070001
 021-60199793
 zhanglw@dwzq.com.cn
 证券分析师 周良玖
 执业证号：S0600517110002
 021-60199793
 zhoulj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.72
一年最低/最高价	7.34/22.80
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	12890.44

基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	53.15
总股本(百万股)	868.32
流通 A 股(百万股)	727.45

相关研究

内容目录

1. 语文培训成最大利润来源，非教育业务将逐步剥离	4
1.1. 语文培训为教育业务核心，领先细分赛道	5
1.2. 其他教育业务稳健，非教育业务将逐步分拆	5
2. 语文培训迎来发展红利期，公司产品及管理优势突出	7
2.1. 语文培训渗透率低，新课改与新高考改革带来利好	7
2.2. 语文品类研发及管理难度高，公司初具壁垒	9
3. 维持较快的城市及门店拓展，线上业务加速增长	11
3.1. 直营+加盟并举，积极拓展城市及门店	11
3.2. 线上业务在疫情期间实现高增长	12
3.3. 新品类试水，天花板不止于语文赛道	12
4. 盈利预测及投资建议	13
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2019 年, 大语文培训成为公司第二大收入来源 (单位: 百万元)	4
图 2: 公司总营收 (单位: 百万元)	6
图 3: 公司归母净利润 (单位: 百万元)	6
图 4: 中国课后教育服务市场规模及预计 (单位: 十亿元)	7
图 5: 中国 K12 参培学生人数 (单位: 百万人)	7
图 6: 公司产品结构	10
图 7: 新东方历史 PE	15
图 8: 好未来历史 PE	15
表 1: 公司主要业务分类及子公司	4
表 2: 中文未来主要经营数据	5
表 3: 公司主要子公司经营情况 (单位: 万元)	6
表 4: 语文教改相关政策	8
表 5: 参加新高考改革省份逐年增加	9
表 6: 公司拥有华丽名师团队	9
表 7: 公司定增拟募投项目 (单位: 万元, 定增方案受新规影响后续可能会有所调整)	11
表 8: 大语文主要业务线收入构成	11
表 9: 公司收入拆分及预测 (单位: 百万元)	13
表 10: 绝对估值关键指标	14
表 11: FCFE 估值敏感性分析	14

1. 语文培训成最大利润来源，非教育业务将逐步剥离

公司创立于1999年，2009年在深交所发行上市，是首批中国创业板上市企业之一。公司于2013年开始尝试进行战略转型，由专注于涉密产品解决方案，增加了教育信息化方向，逐渐形成公司当前业务格局，主营业务产品包括内容（安全）管理解决方案及教育产品及管理解决方案两项，其中教育业务主要包括语文学习服务、升学服务及智慧教育三部分，其中大语文学习服务业务成为公司当前第二大收入来源。

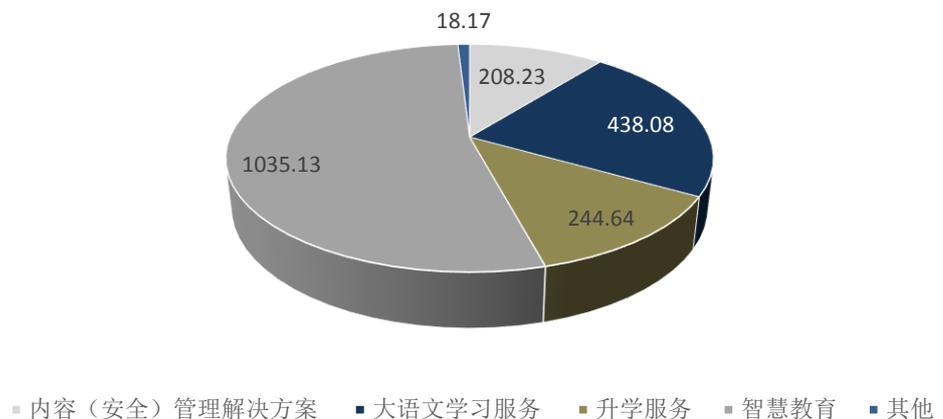
截至2020年一季度末，池燕明直接持有公司12.43%的股份，是公司的控股股东及实际控制人，第二大股东窦昕持有公司股份的比例为8.39%，窦昕为公司总裁，也是语文培训业务创始人。

表1：公司主要业务分类及子公司

业务类型	公司名称	公司类型	主要业务
智慧教育	北京康邦科技有限公司	子公司	智慧校园技术开发及服务、系统集成
	北京敏特昭阳科技发展有限公司	子公司	教育系统集成及产品销售
	北京跨学网教育科技有限公司	孙公司	技术开发及服务教育咨询
大语文	中文未来教育科技(北京)有限公司	子公司	大语文
升学服务	上海叁陆零教育投资有限公司	子公司	留学服务、教育咨询
	百年英才(北京)教育科技有限公司	子公司	高考咨询服务
信息安全	江南信安(北京)科技有限公司	子公司	信息系统全生命周期的信息安全集成与服务

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图1：2019年，大语文培训成为公司第二大收入来源（单位：百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1. 语文培训为教育业务核心，领先细分赛道

大语文培训业务经营实体中文未来于 2008 年成立，是国内最早一批做大语文的机构，在此之前，少有培训企业将“大语文”培训作为核心主营业务。公司收购中文未来的历程：

2018 年 02 月，公司公告以自有资金 48,114.93 万元收购中文未来 51% 股权，本次交易完成后中文未来成为公司的控股子公司；

2018 年 6 月，公司公告以自有资金 10,800 万元收购中文未来 10% 股权，本次交易完成后，公司合计持有中文未来 61% 股权；

2018 年 11 月，公司公告以自有资金 70,200 万元人民币收购中文未来 39% 股权，交易完成后中文未来成为公司全资子公司。中文未来业绩承诺为 2019 年度至 2021 年度实现净利润分别不低于 13,000 万元、16,900 万元和 21,000 万元，2019 年中文未来超额完成业绩承诺。

截至 2019 年期末，公司大语文直营学习中心数量为 111 个，加盟学习中心数量为 325 个。2019 年报名学生人次为 311,619 人，同比增长 71.81%；当期累计在读学生人次为 288,174 人，同比增长 99.52%。

表 2：中文未来主要经营数据

项目		报名人次/人		当期累计就读人次/人		直营学习中心数量/个	
		2019H1	2019H2	2019H1	2019H2	2019H1	2019H2
分校业务	北京	24433	28788	17197	23636	46	43
	上海	4086	3623	3766	3531	11	11
	深圳	1987	1968	1783	2020	17	8
	长沙	3054	3384	2504	3178	12	1
	西安	1039	1103	385	1092	2	5
	其他	9569	23195	4411	18083	45	43
	小计	44168	62061	30046	51540	133	111
线上业务		24076	181314	21748	184840	-	-
合计		68244	243375	51794	236380	133	111

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 其他教育业务稳健，非教育业务将逐步分拆

2019 年，公司实现营业收入 197,933.77 万元，同比增长 1.38%，其中 2C 教育业务实现收入 68,271.66 万元，比上年同期上升 99.10%；实现归属于上市公司股东的净利润 3,059.36 万元，与上年同期相比扭亏为盈。

2018 年公司对可供出售金融资产、应收款项、商誉计提减值准备，导致公司出现上市以来首次亏损，2019 年公司同比实现扭亏，其中中文未来净利润同比增速达到 114%。

图 2：公司总营收（单位：百万元）

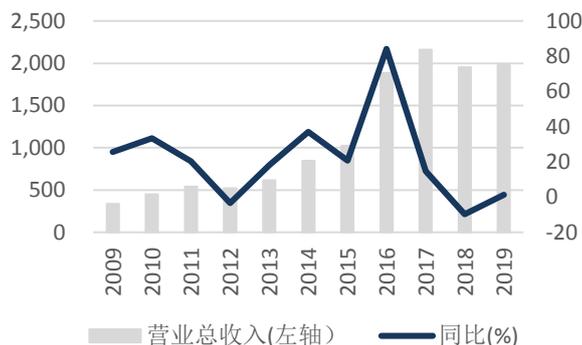


图 3：公司归母净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

升学服务、智慧教育整体保持稳健：

1、升学服务包括高考升学服务及留学服务，子公司百年英才截止 2019 年底分公司数量达 46 家，覆盖 22 个省份，2019 年线下活动达 800 余场次，覆盖人数达 40 万人次，线上直播课程、升学专家公益讲座，覆盖人数达数百万人次。子公司留学 360 在全国布局下属公司达到 36 家，已经覆盖全国所有直辖市及绝大部分省会城市，2019 年全国累计签约学生人数规模达到 7,000 人。

2、智慧教育：康邦科技是国内领先的智慧教育品牌，除北京总部外，公司已在上海、天津、成都、郑州、南京等多个城市共设有 14 个分公司及 8 个办事处。

公司不同子公司 2019 年实际经营业绩如下：

表 3：公司主要子公司经营情况（单位：万元）

序号	重要子公司情况	2018		2019		净利润 YoY
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	
1	北京康邦科技有限公司	108,257.83	16,803.85	79,951.02	8,152.80	-51%
2	北京立思辰新技术有限公司	42,517.02	-59,723.21	34,708.24	-9,113.78	-85%
3	北京立思辰云安信息技术有限公司	11,854.16	-18,018.15	7,613.05	-649.41	-96%
4	百年英才(北京)教育科技有限公司	11,717.30	3,704.21	16,187.95	4,153.03	12%
5	上海叁陆零教育投资有限公司	7,139.56	4,291.27	8,276.18	4,869.37	13%
6	中文未来教育科技(北京)有限公司	18,034.78	6,493.52	43,807.53	13,911.78	114%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司未来将专注于教育业务，目前正进一步推进上市公司体内剩余信息安全资产和股权的分拆，信息安全业务第一步分拆工作已于 2018 年 11 月完成，2019 年公司持续推进安全业务板块江南信安等子公司的分拆工作，2019 年安全业务占公司收入比例已经降至 10.52%。

2. 语文培训迎来发展红利期，公司产品及管理优势突出

2.1. 语文培训渗透率低，新课改与新高考改革带来利好

2018年，中国K12课后教育服务市场规模为5,064亿元，预计到2023年将达到人民币8,194亿元，2018年至2023年复合年增长率为10.1%。行业受到包括：

- 1、居民人均可支配收入的增长；
- 2、中国激烈的升学竞争；
- 3、二孩政策带来的长期增量；

等方面的刺激，预计未来仍将保持长期景气的态势。

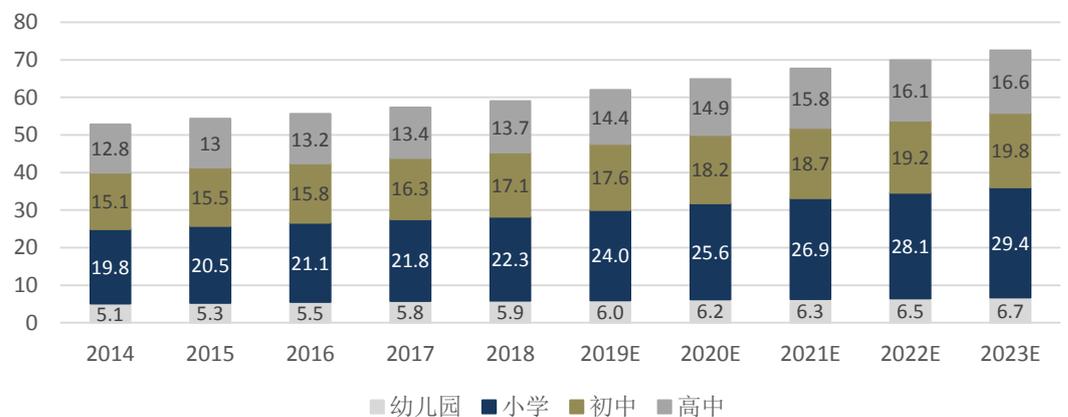
图4：中国课后教育服务市场规模及预计（单位：十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

从渗透率的角度来看，2018年，中国参加K12课后教育服务学生人次达到5,900万，相对所有K12在校生人数的整体参培率为25.0%，其中小学、初中、高中的参培率分别为21.6%、36.8%、34.8%。

图5：中国K12参培学生人数（单位：百万人）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

从不同学科区分来看，语文学科此前渗透率偏低，包括新东方、好未来等传统 K12 教培龙头企业中国语文培训业务占比均不高。据艾瑞咨询 2017 年对各大教育培训机构的产品渗透率调查研究报告，在已接受 K12 培训的用户中，参与语文培训比例仅为 22%，Sullivan 的数据显示，2018 年的 K12 领域培训市场中语文培训约占比不足 3%。

语文培训赛道客观上面临两个方面的难点：

- 1、无统一的课程标准及体系，产品化难度高，教师要求高；
- 2、无相关等级考试，使得语文培训兼具素质教育及应试教育双重特点；

行业的主要变化来自新课改与新高考改革带来的机遇：

语文课改：强化阅读和能力素养。2017 年秋季部编版语文教材开始在全国小学、初中起始年级统一使用，并在 2019 年秋季学期实现所有年级“全覆盖”。2019 年秋季学期部编版高中语文教材率先在北京、上海、天津、辽宁、山东、海南六个省市投入使用。据 2019 年 6 月国务院发布的《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》，2022 年前全国普通高中将全面使用新教材。为实现新课标的要求，部编版语文教材在选文、单元结构等方面都有很大变化，处处落脚在提升语文能力和素养上。

表 4：语文教改相关政策

部门	时间	名称	内容
2011.8	国务院	《中国儿童发展纲要（2011-2020 年）》	推广面向儿童的图书分级制，为不同年龄儿童提供适合其年龄特点的图书，为儿童家长选择图书提供建议和指导
2014.9	国务院	《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》	沪、浙启动高考综合改革试点，计划 2020 年全面建立新高考制度
2016.12	国家新闻出版广电总局	《全民阅读“十三五”时期发展规划》	借鉴国外阅读能力测试、分级阅读等科学方法，探索建立中国儿童阶梯阅读体系
2017.12	教育部	《普通高中课程方案和语文等学科课程标准（2017 版）》	要求课外阅读总量不少 200 万字，2018 年高考语文必背古诗文增至 74 篇；将原标准“诵读篇目的建议”改为“古诗文背诵推荐篇目”，推荐篇目数量增加到 72 首；要求课内阅读篇目中，中国古代优秀作品应占 1/2
2018.2	教育部等四部门	《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	坚决纠正校外培训机构开展学科类培训（主要指语文、数学等）出现的“超纲教学”“提前教学”“强化应试”等不良行为
2018.4	教育部	《关于 2018 年中小学教学用书有关事项的通知》	全国所有学生的语文、历史、道德与法治都使用统一部编版教材
2018.8	国务院	《关于规范校外培训机构发展的意见》	鼓励发展以培养中小学生学习兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，重点规范语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为
2018.12	教育部等九部门	《中小学生减负措施的通知》	严禁将培训结果与中小学招生入学挂钩，严禁作出

			与升学、考试相关的保证性承诺，严禁组织举办中小学生学习类等级考试、竞赛及排名
2019.6	国务院	《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》	2022年前高中将全面实施新课程、使用新教材

数据来源：中国产业网、东吴证券研究所

新高考改革：语文核心地位显现，考试难度提升。新高考的特点是取消文理分科，实行“3+3”模式。三大主科中数学命题难度下降，英语一年两考，而语文的广度和难度提升，更加突出语文的基础性地位。2019年高考全国卷数学、理化等理科考题为了创设真实情境中的现实问题，大幅增加了题目篇幅，对学生阅读理解能力和阅读速度提出了很高要求，即考理科的同时也在考语文，充分体现出语文统领全科的基础性地位。

表 5：参加新高考改革省份逐年增加

批次	省份
2014 年	浙江、上海
2017 年	北京、天津、海南、山东
2018 年	湖北、湖南、重庆、辽宁、河北、江苏、广东、福建

数据来源：教育部、东吴证券研究所

这些改革，无论在宏观导向还是细节要求上，都体现出语文在考试科目中的地位显著提升，直接促进了语文学习需求的提升。语文教学未来将更加侧重语文学科核心素养的培养，大语文的理念被越来越多的人所接受，国家层面的政策引导将进一步推进大语文市场需求端的扩张。

2.2. 语文品类研发及管理难度高，公司初具壁垒

公司大语文业务创始人窦昕是国内大语文课程体系开创者，曾获得新浪教育五星金牌教师，是国内大语文研发及教学领域的领军人物。

为适应语文培训在产品及管理上的特点，公司吸引了一批以北大、北师大文学院毕业生为主的授课经验丰富的精英教学及管理团队，在薪资激励上具有吸引力，公司头部教师年薪高达 200 万，远高于其他同类型培训机构。为了加强管理，公司加强了后台的研发及中台的管理，在制度上降低名师流失带来的风险。

表 6：公司拥有华丽名师团队

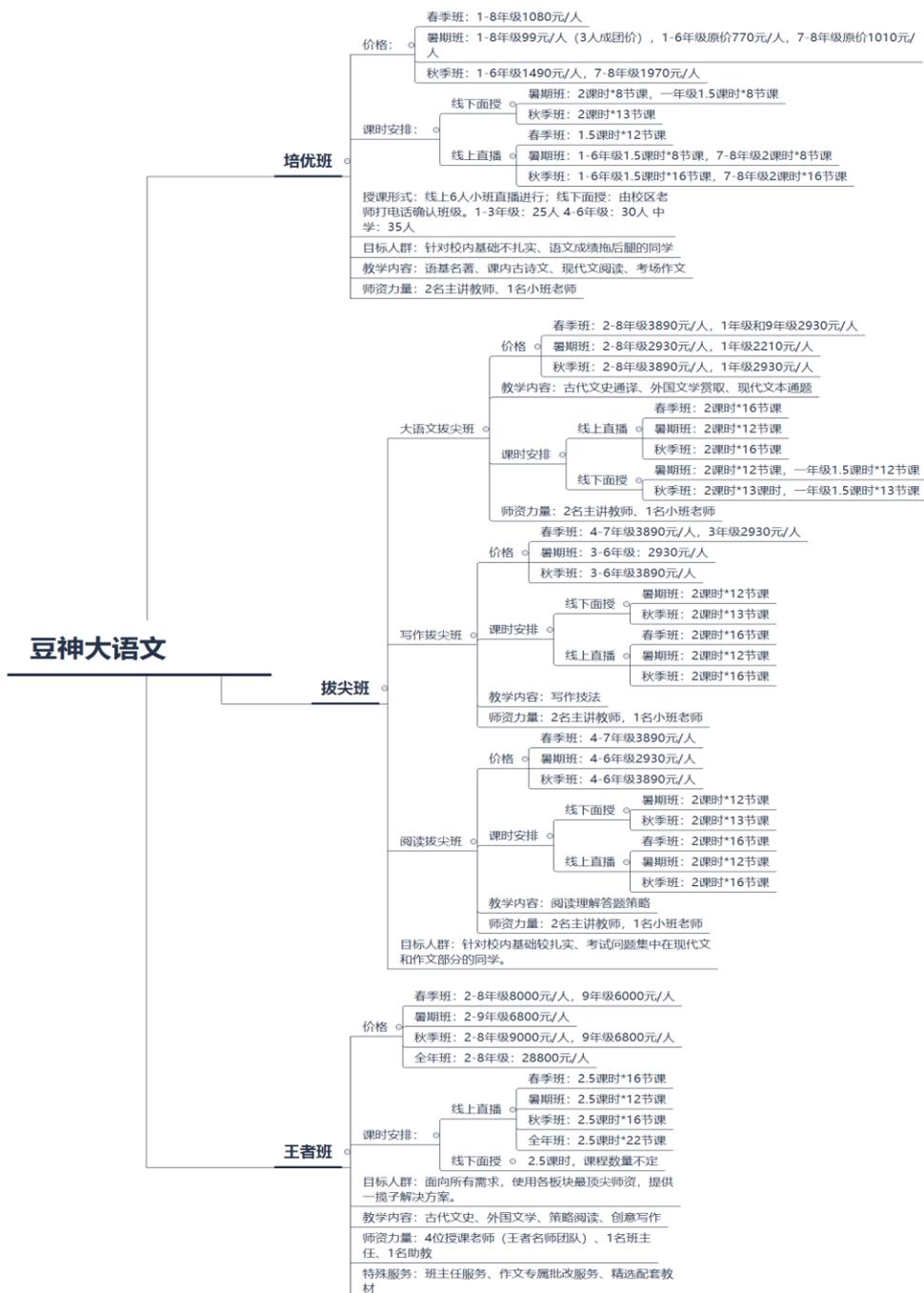
名师	毕业院校	教学经历
窦昕	北京师范大学文学院	大语文课程体系开创者
赵伯奇	北京大学汉语言文学学士	大语文课程体系主要搭建人；新浪全国十大金牌教师（第二届）
邵鑫	北京大学中文系本科、硕士	豆神大语文副总裁、全国豆神中考事业部 CEO
朱雅特	北京大学教育管理硕士	国家级教育改革项目组成员；豆神大语文全国分校总校长
陈思	北大博士，哈佛大学访问学者	豆神大语文思晨创意写作创始人
黄晨	北京大学中文系硕士	思晨创意写作联合创始人

刘纯	北大中文系本硕	11年教育行业经验，深度参与业内重要课程产品设计与体系搭建
----	---------	-------------------------------

数据来源：公司网站，东吴证券研究所

产品方面，公司拥有相比竞争对手更强的产品化能力，产品体系丰富程度领先同行。公司产品内容体系以语文为核心，班型包括培优班、拔尖班、王者班三种类型，分别针对不同语文水平的学生；**教学内容方面**，包括语文的基础知识、阅读、写作等方面，满足不同的需求；**教学形式方面**，包括线上及线下课程均已形成完善布局，线上增长迅猛。

图 6：公司产品结构



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

按照此前公司发布的定增方案，公司未来将进一步加码大语文内容及产品的研发，包括多样化教学项目、教学内容升级项目等，定增落地后将进一步提升公司的市场竞争力。

表 7：公司定增拟募投项目（单位：万元，定增方案受新规影响后续可能会有所调整）

序号	项目	投资总额	拟使用募集资金金额
1	大语文多样化教学项目	36,251.97	32,000.00
2	大语文教学内容升级项目	31,951.09	27,000.00
3	偿还银行贷款	70,000.00	70,000.00
4	补充流动资金	24,000.00	24,000.00
	合计	162,203.06	153,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 维持较快的城市及门店拓展，线上业务加速增长

3.1. 直营+加盟并举，积极拓展城市及门店

发展初期，公司线下门店拓展最先从北京出发，其他省份采取“校中校”模式，即与地方培训机构合作，公司提供师资和内容，合作方提供场地，双方收入分成。2018年，公司布局将地方校区转化为直营分校，并采取加盟的方式，快速拓展线下中心。

公司当前推行直营+加盟的扩张战略，加盟商的模式可以在保证一定教学质量的情况下，使公司以最快的速度扩张门店数量，增加市场占有率。

2019年公司继续实行“1+3”扩展模式，即1个直营校加3个加盟校的模式，快速开展业务，借助当地加盟商的资源进入当地城市。截至2019年底，公司在全国已建立111个直营学习中心和325个加盟学习中心，已在北京、上海、深圳、长沙、成都、西安、武汉、郑州、广州、合肥、南昌、南京、石家庄、天津、三河燕郊、青岛、洛阳、宁波、太原、唐山、哈尔滨、嘉兴、莆田、重庆、上饶、兰州、厦门、珠海、廊坊、保定、江阴、常熟、张家港、南阳、济宁、沈阳、杭州等城市设立直营分校。2019年，公司加盟速度也超出此前预期。

表 8：大语文主要业务线收入构成

	收款金额（万元）				确认收入（万元）			
	2018 年底	2019 年底	2019Q1 末	2020Q1 末	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1
分校业务	17,406	30,317	2,293	-1,009	12,273	26,216	4,296	3,986
线上业务	2,777	7,211	442	4,319	3,155	6,508	536	3,417
B2B 业务	996	2,471		523	498	1,916	102	388
加盟业务	2,955	14,559		914	2,109	8,567	994	1,206
其他		432		60		601		4
合计	24,134	54,990	2,735	4,807	18,035	43,808	5,928	9,001

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020年，公司将对组织架构进行调整，着力将加盟和直营的联动做到无缝链接。直营店开放共享的心态，全方位赋能加盟业务，加盟项目“反哺”直营业务，公司大语文项目有望在全国范围内得到有效的传播和下沉。

3.2. 线上业务在疫情期间实现高增长

2019年，公司线上实现营业收入6,508万元，同比增长106.3%。2020年寒假课程分两期实施，春节前，第1期课程已正常结课；春节后受疫情影响，虽然第2期学员由线下同价转为线上学习过程中出现部分学员退费现象，但整体依然保持增长态势。2020年一季度，公司线上实现营业收入3,417万元，同比增长537.5%，超过2019年全年确认收入。期末收款金额达到4,319万元，同比增长877.1%。

疫情期间的用户数量激增，免费用户已超过10万人，点播量超过千万次。疫情结束后，这一部分的免费用户有望转变成付费用户，带来获客成本的下降。

2020年，公司将加强诸葛学堂、双师小课等C端运营，以提升用户满意度和服务体验为导向，对学生进行启发式教育，2020年公司将重点增强以下几个方向建设：（1）增强线上渠道建设；（2）积极和电商平台合作；（3）增强直播课程投入。

3.3. 新品类试水，天花板不止于语文赛道

在公司大语文到达全国主要城市后，公司正搭载大语文运营渠道带动其他学科发展，一科确保，带动多科，解决一站式服务的问题。公司已经孵化出了包括纳约数学、大英语、理科前线、思溢幼教在内的多个导流产品。

纳约数学从北京辐射全国，线上开设直播大加数学课、支持双师课等最前沿的授课模式，同时还提供一对一等服务，其全价班长期课程学员近2000人，打造了线上线下相结合的名师团队。

大英语课程主要是针对想提高英语阅读、写作、听说等综合能力或想考取MSE证书的学员。

理科前线是公司投资孵化的中学理科课程，主要业务模式为线下班授课和一对一授课，服务对象为初一到高二的中学生。

思溢幼教从事幼儿教材研发、幼儿教师培训、幼儿入学能力课程培训等综合性专业教育服务，2019年思溢幼教完成了课程项目的研发和搭建，包含拼音识字、阅读说话、数学思维、运算、注意力训练等在内的11套教材教辅的研发工作。

4. 盈利预测及投资建议

2020 年第一季度，公司业务受新冠病毒疫情影响，学校全部停课，除大语文之外的教育信息化业务暂时停滞，导致收入和净利润大幅下降，公司智慧教育及升学服务相关业务的收入受到较大影响。公司整体实现营业收入 13,190.69 万元，实现归属于上市公司股东的净利润为-14,009.81 万元。其中大语文学习业务现金收款 4,807 万元，比上年同期增长 75.76%；确认收入 9,001 万元，比上年同期增长 51.84%。其中分校业务报名人数为 26,551，比上年同期增加 94.30%。

我们假设：1) 公告披露，公司当前正与多家公司洽谈安全业务相关公司股权的转让工作，该业务当前对于业绩影响逐渐降低，我们假设公司在 2020 年已完成安全业务相关公司的全部剥离，即预测中不考虑该业务的贡献；2) 受疫情因素影响，公司线下培训业务开展受限，但线上业务增长超出此前预期，仍维持此前对于大语文培训业务全年预期；3) 受疫情因素影响，智慧教育业务开展受限，导致全年业绩面临下滑的压力；4) 除大语文外，其他教育业务整体稳健。

表 9：公司收入拆分及预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
内容（安全）管理解决方案	810.41	369.83	208.23	0.00	-	-
yoy		-54.37%	-43.70%	-100.00%	-	-
教育产品及管理解决方案	1,200.94	1,474.77	1,752.94	2129.25	3180.86	4423.71
yoy		22.80%	18.86%	21.47%	49.39%	39.07%
大语文学习服务		180.35	438.08	1007.57	2015.15	3224.23
yoy			142.90%	130.00%	100.00%	60.00%
升学服务		188.57	244.64	293.57	337.60	371.37
yoy		69.95%	29.74%	20.00%	15.00%	10.00%
智慧教育		1,131.88	1,035.13	828.11	828.11	828.11
yoy		3.84%	-8.55%	-20.00%	0.00%	0.00%
其他	149.72	107.78	18.17	18.17	18.17	18.17
yoy		-28.01%	-83.14%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	2161.08	1952.38	1979.34	2147.42	3199.03	4441.88
yoy		-9.66%	1.38%	8.49%	48.97%	38.85%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

预计公司核心主营业务毛利率基本保持平稳，随着公司业务结构调整，公司费用率有望逐步降低，预计公司 2020/2021/2022 年三费占公司收入比分别为 33.89%/26.15%/23.52%，由于高利润率大语文培训业务占比提升，公司业绩逐步释放。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别 1.60/3.92/6.00 亿元。

估值方法 1：绝对估值

基于公司盈利预测及以下核心假设，采用 FCFE 估值方法，得出公司每股股价为

22.81 元/股。

表 10：绝对估值关键指标

估值假设	数值
过渡期年数	6
过渡期增长率	10.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值 (β)	0.89
无风险利率 Rf (%)	3.00%
市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%
有效税率 Tx (%)	15.00%
应付债券利率	0.00%

数据来源：东吴证券研究所预测

表 11：FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 g \ WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
3.64%	40.16	42.15	44.61	47.70	51.70	57.02	64.43	75.38	93.11	126.55	212.37
4.00%	34.52	35.97	37.74	39.92	42.66	46.20	50.93	57.50	67.21	82.94	112.60
4.40%	29.81	30.89	32.17	33.74	35.67	38.10	41.23	45.41	51.22	59.82	73.74
4.85%	25.85	26.65	27.60	28.74	30.12	31.82	33.96	36.73	40.42	45.55	53.14
5.33%	22.49	23.09	23.79	24.62	25.62	26.84	28.34	30.23	32.66	35.91	40.43
5.86%	19.61	20.06	20.58	21.20	21.93	22.81	23.88	25.19	26.85	28.99	31.83
6.45%	17.12	17.46	17.86	18.32	18.86	19.50	20.27	21.20	22.35	23.80	25.67
7.09%	14.97	15.23	15.53	15.87	16.27	16.74	17.30	17.97	18.78	19.78	21.05
7.80%	13.10	13.30	13.52	13.78	14.08	14.42	14.83	15.32	15.90	16.60	17.47
8.58%	11.47	11.62	11.78	11.98	12.20	12.46	12.76	13.11	13.53	14.03	14.64
9.44%	10.04	10.15	10.27	10.42	10.59	10.78	11.00	11.26	11.56	11.92	12.35

数据来源：东吴证券研究所预测

估值方法 2：相对估值

选取 K12 培训可比公司：新东方、好未来，由于发展阶段不同，我们选取了两家公司历史三年的 PE 变动区间作为参考，新东方历史 PE 区间在 30-70 倍之间，好未来历史 PE 区间在 50-120 之间（2020 年后受到季度业绩影响，PE-TTM 有明显提升）。

同时参考 A 股中公教育估值，根据我们预测，预计中公教育对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 71/52/42 倍。

综合考虑，我们给予公司 2021 年 50 倍 PE，对应股价为 22.58 元/股。

图 7：新东方历史 PE



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：好未来历史 PE



数据来源：wind，东吴证券研究所

综合绝对估值及相对估值两种方法，我们给予公司 23 元/股目标价，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、疫情导致线下业务影响超预期：公司线下业务中北京地区占比较高，北京地区当前仍未完全放开线下培训的限制；
- 2、在线业务进展不及预期；
- 3、市场竞争趋于激烈，若公司未能按预期提升产品及服务质量，将影响公司的品牌及领先优势；
- 4、新城市及网点拓展不及预期：受疫情影响，线下业务开展节奏受到较大影响，未来若疫情影响超预期，将影响公司扩张节奏；
- 5、加盟校管理风险：公司拓展加盟校区虽然有助于公司快速抢占市场，提升盈利能力，但加盟校管理相比直营校松散，未来可能存在管理风险；
- 6、政策监管风险：近年来对于教培机构的监管整体趋严；
- 7、业务剥离进展不及预期，回款情况不及预期等。

立思辰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,693	2,239	3,559	4,200	营业收入	1,979	2,147	3,199	4,442
现金	458	327	359	511	减:营业成本	1,179	1,259	1,913	2,686
应收账款	669	763	1,370	1,592	营业税金及附加	13	14	21	29
存货	426	636	978	1,288	营业费用	254	279	288	355
其他流动资产	1,141	512	852	810	管理费用	253	365	448	577
非流动资产	4,963	4,972	4,959	4,917	财务费用	95	83	101	112
长期股权投资	263	297	330	359	资产减值损失	-49	0	0	0
固定资产	282	256	233	212	加:投资净收益	-4	17	19	7
在建工程	0	16	31	40	其他收益	67	17	21	26
无形资产	571	561	530	479	营业利润	42	181	468	715
其他非流动资产	3,848	3,842	3,836	3,826	加:营业外净收支	-1	9	-2	-3
资产总计	7,657	7,210	8,518	9,116	利润总额	41	190	466	713
流动负债	3,218	2,478	3,405	3,528	减:所得税费用	-7	29	70	107
短期借款	774	774	774	774	少数股东损益	18	2	4	6
应付账款	306	349	646	751	归属母公司净利润	31	160	392	600
其他流动负债	2,138	1,355	1,984	2,003	EBIT	110	246	525	766
非流动负债	856	988	979	851	EBITDA	254	412	715	980
长期借款	542	674	665	537					
其他非流动负债	314	314	314	314	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4,075	3,466	4,384	4,379	每股收益(元)	0.04	0.18	0.45	0.69
少数股东权益	233	235	239	245	每股净资产(元)	3.86	4.04	4.49	5.17
归属母公司股东权益	3,349	3,509	3,895	4,493	发行在外股份(百万股)	868	868	868	868
负债和股东权益	7,657	7,210	8,518	9,116	ROIC(%)	2.4%	3.9%	7.6%	10.3%
					ROE(%)	1.4%	4.3%	9.6%	12.8%
					毛利率(%)	40.4%	41.4%	40.2%	39.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	1.5%	7.5%	12.3%	13.5%
经营活动现金流	215	158	244	512	资产负债率(%)	53.2%	48.1%	51.5%	48.0%
投资活动现金流	-823	-141	-137	-138	收入增长率(%)	1.4%	8.5%	49.0%	38.9%
筹资活动现金流	714	-148	-76	-222	净利润增长率(%)	102.2%	423.5%	144.8%	53.0%
现金净增加额	106	-131	32	152	P/E	502.94	96.07	39.25	25.66
折旧和摊销	144	167	190	214	P/B	4.59	4.38	3.95	3.42
资本开支	167	-26	-46	-72	EV/EBITDA	67.24	41.65	24.03	17.26
营运资本变动	-92	-220	-403	-386					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

