

证券研究报告—动态报告

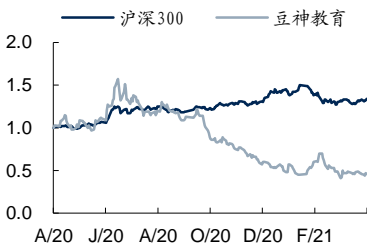
社会服务

教育

豆神教育(300010)
买入
2020 年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	868/727
总市值/流通(百万元)	6,538/5,478
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	26.75/6.65

相关研究报告:

《立思辰-300010-深度报告: 发力优质赛道, 经营正迎拐点》——2020-03-17
 《国信证券-社会服务行业 3 月投资策略: 营业恢复进行时, 政策前来给信心》——2020-03-15
 《国信证券-行业快评: 再融资新规下, 关注优质赛道+外延逻辑龙头成长》——2020-02-19
 《国信证券-研究框架系列之教育篇: 教育在线流量井喷, 商业模式加速进化》——2020-02-18

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 张鲁

电话: 0755-81982991
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
2020 年业绩筑底, 2021Q1 开局良好

- **疫情停业叠加计提资产减值损失, 2020 年归母净利润大额亏损**
 2020 年, 公司营收 13.86 亿元/-30%, 归母净利润亏损 25.67 亿元, 扣非净利润亏损 26.44 亿元, 主要系计提 21.93 亿元资产减值损失及业务开展承压, EPS-2.96 元。Q4 单季营收 5.38 亿元/-18%, 归母净利润亏损 24.41 亿元, 扣非归母业绩亏损 24.98 亿元, EPS 为-2.85 元。
- **疫情下大语文业务平稳增长, 升学服务与智慧教育业务承压**
 2020 年, 大语文确认收入 5.65 亿元/+29%, 扣非归母净利润为 1.38 亿元, 未完成业绩承诺 (1.69 亿)。2020 年底, 确认递延收入 1.12 亿元。其中 Q4 收入 2.40 亿元, 归母净利润约 1 亿元恢复良好。期末直营中心 98 个, 较中报-13 个, 加盟中心为 376 个/+31 个。升学服务收入 3075 万元/-87%, 归母净利润亏损 9306 万元。智慧教育收入 6.89 亿元/-34%, 亏损 5 亿+。2020 年, 毛利率为 32.6%/-7.8pct, 系收入下滑成本刚性及低毛利率业务占比提升; 销售/管理/研发/财务费率分别增 3.7/9.0/4.1/3.7pct, 人工成本上涨致管理费用增长较多。
- **2021Q1 归母净利润减亏 68%, 大语文收款增长靓丽**
 2021Q1, 公司收入 2.39 亿元/+81%, 归母净利润亏 4458 万元/+68.18%, 扣非净利润亏 4788 万元/-66%, EPS-0.05 元。大语文收入 1.28 亿元/+43%符合预期, 收款金额为 8978 万元/+87%靓丽。毛利率为 33.3%/-3pct, 销售/管理/财务费率分别同减 29/59/10pct。
- **再融资方案通过审批, 关注公司线下复课进展**
 公司再融资方案终获通过, 北京市教委规定 K12 培训机构合规后才可申请恢复线下培训, 监管趋严背景下合规经营以及课程、资金实力较强的头部教培机构或可长期受益, 建议关注公司未来线下复课进展。
- **风险提示: 行业政策趋严、传统业务剥离缓慢、商誉减值等风险。**
- **短跟增发落地, 中看异地扩张, 维持“买入”评级。**
 暂不考虑增发摊薄, 预计公司 21-23 年 EPS 为 0.05/0.49/0.85 元, 其中中文未来+百年英才 21-23 年 EPS 分别为 0.28/0.44/0.66 元, 对应估值分别为 27/17/11x。关注增发落地及复课节奏, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,979.34	1,386.16	1,116.38	1,570.83	2,230.26
(+/-%)	1%	-30%	-19%	41%	42%
净利润(百万元)	22.49	-2566.54	39.16	428.18	735.92
(+/-%)	-102%	--	102%	993%	72%
摊薄每股收益(元)	0.03	-2.96	0.05	0.49	0.85
EBIT Margin	14%	-6%	37%	39%	44%
净资产收益率(ROE)	1%	-337%	5%	38%	43%
市盈率(PE)	291	-3	167	15	9
EV/EBITDA	26	126	13	10	7
市净率(PB)	2	9	8	6	4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

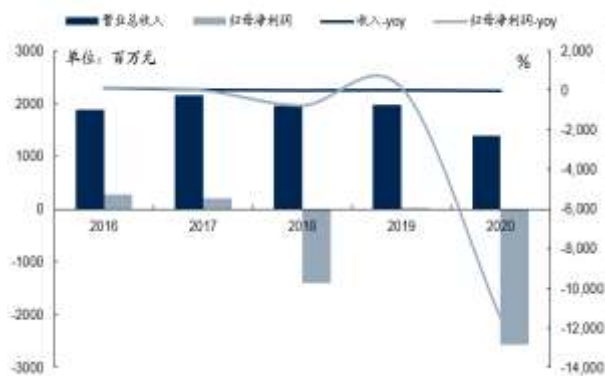
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

疫情停业叠加计提资产减值损失，2020年归母净利润大额亏损

2020年，公司实现营收13.86亿元，同比下滑29.97%，归母净利润亏损25.67亿元，同比下滑11514.00%，扣非净利润亏损26.44亿元，同比下滑10216.81%，利润大幅亏损主要系公司计提21.93亿元资产减值损失（包括20.99亿元商誉减值损失）以及疫情下业务开展承压影响，EPS为-2.96元。

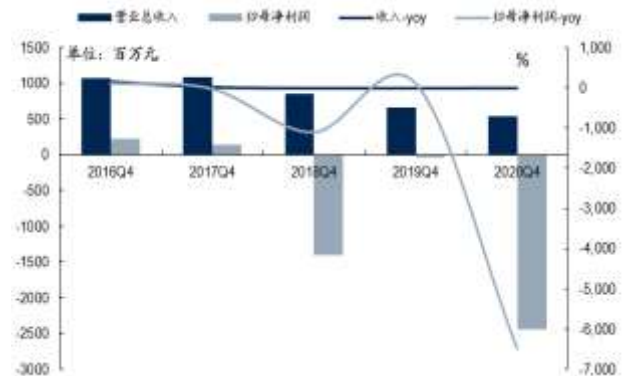
Q4单季，公司实现营收5.38亿元，同比下滑17.85%，归母净利润亏损24.41亿元，同比下滑6493.38%，扣非归母业绩亏损24.98亿元，同比下滑2785.30%，EPS为-2.85元。

图 1：2016 年至今豆神教育收入、业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：豆神教育 Q4 单季收入、业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情下大语文业务平稳增长，升学服务与智慧教育业务承压下滑

1、大语文业务（中文未来）收入低于预期，业绩符合预期。2020年，大语文业务确认收入5.65亿元，同比增长28.91%，收入规模低于此前预期。具体看分校业务确认收入2.34亿元，收入占比为41.5%，同比下滑10.64%，预计主要受到疫情停课影响；线上业务确认收入1.75亿元，收入占比为31.0%，同比增长169.39%，疫情期间公司推出在线大班课缓冲停课影响；加盟业务确认收入3168万元，收入占比为5.6%，同比下滑63.02%；B2B业务（会员卡、教育硬件）确认收入9343万元，收入占比为16.5%，同比增387.64%；其他业务（音频、阅读小程序）确认收入3003万元，同比增399.72%。截至2020年底，公司确认递延收入1.12亿元。期内实现归母净利润1.56亿元，扣非归母净利润为1.38亿元，未完成当年业绩承诺（1.69亿元）。

表 1：大语文业务各季收款及收入确认金额

项目	收款金额 (万元)						确认收入 (万元)					
	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
分校业务	2,293	15,598	-1,009	11,027	4,035	11,756	4,296	4,489	3,986	5,264	7,553	6,623
线上业务	442	649	4,319	600	4,466	4,765	536	536	3,417	69	3,897	10,149
B2B 业务		0	523	3,207	298	3,145	102	1,071	388	3,319	2,121	3,515
加盟业务		4,247	914	49	771	789	994	2,324	1,206	506	747	709
合计	2,735	20,494	4,807	14,823	9,570	20,455	5,928	8,420	9,001	9,154	14,318	20,996

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

疫情影响收款出现下滑。大语文业务收款 5.24 亿元，同比下降 4.74%，其中分校业务收款 2.58 亿元，同比下滑 14.87%；线上业务 1.42 亿元，同比增长 96.23%；加盟业务收款 2523 万元，同比下滑 82.67%；B2B 业务收款 7173 万元，同比增长 190.29%；其他业务收款 2728 万元。

疫情稳定业务逐渐回暖，报名人数平稳增长。期内报名人次为 38.76 万人，同比增长 24.38%，分业务类型看，分校业务报名 16.57 万人，线上业务报名 22.18 万人；分上下半年看，2020H2 报名人次为 27.10 万，较 2020H1 的 11.66 万人增长 132.42%。累计在读学生人次为 36.27 万人，同比增 25.85%；分业务类型看，分校业务累计就读 11.53 万人，线上累计就读 24.74 万人。直营中心为 98 个，相比中报减少 13 个，加盟中心为 376 个，较中报增加 31 个。

表 2：大语文业务报名人数及累计在读人次

项目	报名人数			当期累计在读人次				
	2020 年 1-6 月	2020 年 7-12 月	合计	2020 寒	2020 春	2020 暑	2020 秋	合计
分校业务	68,198	97,549	165,747	19,105	28,989	33,291	33,926	115,311
线上业务	48,434	173,411	221,845	46,393	22,873	61,336	116,748	247,350
合计	116,632	270,960	387,592	65,498	51,862	94,627	150,674	362,661

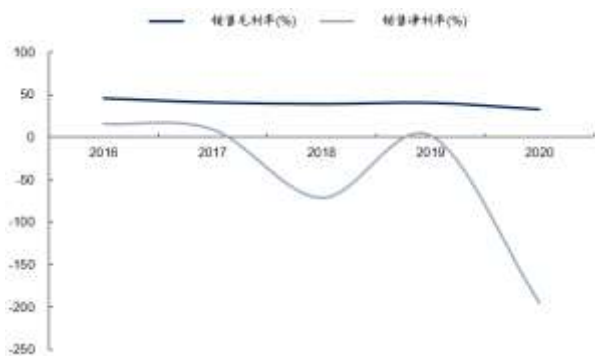
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、升学服务受疫情&政策影响出现大幅下滑。百年英才实现营业收入 1639 万元，同比下滑 89.9%，归母净利润亏损 6869 万元，由盈转亏下滑 275%，主要系疫情下无法进校以及自主招生政策变动影响；360 留学实现营业收入 1436 万元，同比下滑 82.7%，归母净利润亏损 2438 万元，由盈转亏下滑 153%，国外疫情尚不明朗，未来经营仍有不确定性。

3、智慧教育业务同样承压。期内智慧教育业务实现收入 6.89 亿元，同比下滑 33.5%，其中康邦科技实现收入 4.55 亿元，同比下滑 28.0%，归母净利润亏损 5.06 亿元，同比下滑 111.0%。

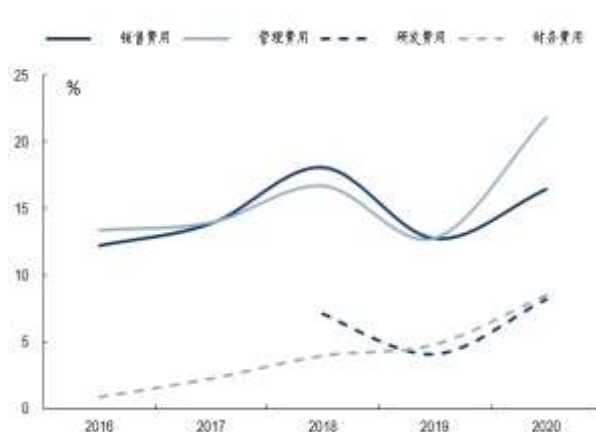
2020 年，公司毛利率为 32.6%，同比下滑 7.83pct，主要系收入下滑而成本端变化（并未降低员工薪酬）不大以及低毛利率的其他业务收入占比提升两方面因素综合所致；净利率为-195.2%，系期内计提大幅减值损失。期间费用率同比上升 20.5pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别增 3.7/9.0/4.1/3.7pct，人工成本上涨致管理费用增长较多。

图 3：公司毛利率与净利率变化



资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司各项期间费用率变化

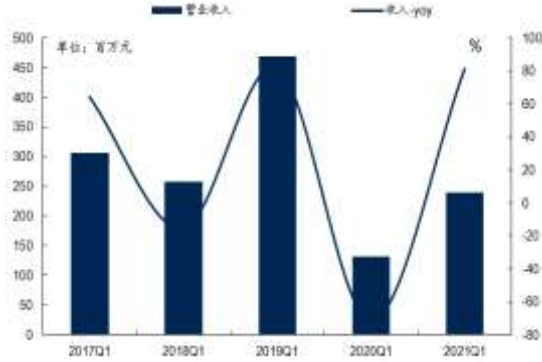


资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2021Q1 归母净利润减亏 68%，大语文收款增长靓丽

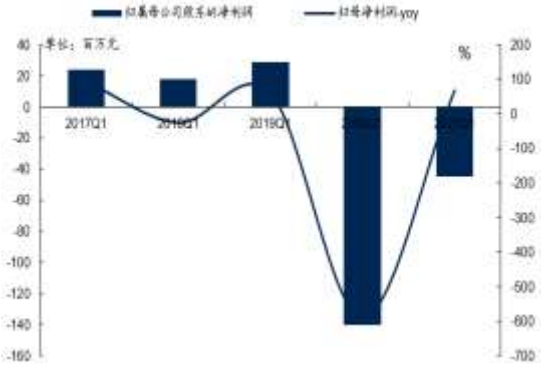
2021Q1，公司实现收入 2.39 亿元，同比增长 81.26%，归母净利润亏损 4458 万元，减亏 68.18%，扣非归母净利润亏损 4788 万元，减亏 65.86%，EPS 为 -0.05 元。

图 5：2017Q1 至今豆神教育一季度收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2017Q1 至今豆神教育一季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021Q1 大语文确认收入 1.28 亿元，同比增长 42.53%，基本符合预期；收款金额为 8978 万元，同比增长 86.77%，考虑到北京政策停课以及疫情等因素扰动，收款增速表现靓丽；截至期末，直营中心为 98 个，加盟中心为 384 个，较 2020 年底增加 8 个；寒假分校累计就读 2.09 万人，同比增长 46.03%，报名人数为 2.55 万人，同比下滑 3.78%，主要系部分学员转为线上上课。

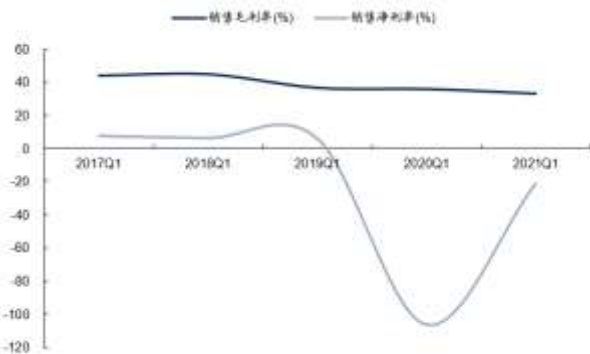
表 3：2021 年一季度大语文收款及确认收入

项目	收款金额 (万元)			确认收入 (万元)		
	2020 年 3 月 31 日	2021 年 3 月 31 日	同比	2020 年 1-3 月	2021 年 1-3 月	同比
OMO 业务 (分校+线下)	3,310	7,406	123.75%	7,403	10,805	45.95%
B2B 业务	523	1,020	95.03%	388	846	118.04%
加盟业务	914	205	-77.57%	1,206	588	-51.24%
其他	60	347	478.33%	4	590	14650.00%
合计	4,807	8,978	86.77%	9,001	12,829	42.53%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

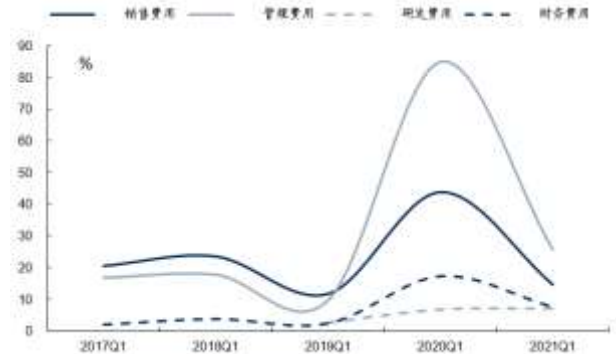
2021Q1，公司毛利率为 33.3%，同比下滑 2.79pct；净利率为 -21.0%；期间费用率同比 -97.8pct，其中销售/管理/财务费率分别同减 29/59/10pct。

图 7：2017Q1-2021Q1 毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：2017Q1-2021Q1 期间费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

K12 行业监管政策加码，关注公司线下复课进展

北京地区 K12 课外培训机构监管加码。根据芥末堆消息，朝阳区停课通知是 1 月 23 日起暂停线下培训的延续，目前全区校外培训机构的线下培训都是停课状态。昌平区教委办公室工作人员回复芥末堆称确有此事，暂未告知具体情况。北京市教委 2 月 26 日表示，“学科类校外培训机构，在中小学开学之后，根据各区的统一安排，可以向区教委申请恢复线下培训，经审核通过后，有序恢复。未来整个 K12 行业从教师资质、超纲超前教学、教学质量不高、预付费资金、培训服务合同、未成年人保护等多维度加强监管，不符合要求的学科类校外培训机构，需停业整改或关停。拉长时间维度来看，监管趋严对规范行业发展具有更为积极的作用，保证合规经营以及课程、资金实力较强的头部教培机构或可长期受益，不断提升自身行业份额占比，**建议关注公司未来线下复课进展。**

风险提示

传统业务剥离缓慢、商誉减值、加盟店管理不佳、核心师资流失等风险。

投资建议：短跟增发落地，中看异地扩张效果，维持“买入”评级

暂不考虑增发摊薄，我们预计公司 21-23 年整体 EPS 为 0.05/0.49/0.85 元，其中教育板块中文未来+百年英才 21-23 年 EPS 分别为 0.28/0.44/0.66 元，教育主业对应估值分别为 27/17/11x。关注增发落地及复课节奏，维持“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21-04-29	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2018
002607	中公教育	买入	28.13	0.29	0.39	0.52	96.12	72.99	54.00	50.56
300192	科德教育	增持	12.60	0.27	0.61	0.76	46.20	20.56	16.56	4.58
000526	学大教育	增持	34.63	0.12	0.08	0.72	291.29	453.12	47.98	41.12

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	365	406	410	524	营业收入	1386	1116	1571	2230
应收款项	1009	168	215	306	营业成本	934	565	781	1004
存货净额	506	174	43	60	营业税金及附加	9	6	8	11
其他流动资产	214	172	243	345	销售费用	228	73	97	144
流动资产合计	2255	1081	1071	1394	管理费用	302	58	73	96
固定资产	289	259	279	281	财务费用	118	68	78	57
无形资产及其他	458	439	421	403	投资收益	(8)	0	0	0
投资性房地产	1388	1388	1388	1388	资产减值及公允价值变动	2151	(300)	0	0
长期股权投资	149	189	152	115	其他收入	(4574)	0	0	0
资产总计	4539	3356	3310	3580	营业利润	(2638)	48	534	919
短期借款及交易性金融负债	760	1684	1238	819	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	429	56	91	129	利润总额	(2642)	48	534	919
其他流动负债	1899	94	148	210	所得税费用	65	10	107	184
流动负债合计	3088	1835	1478	1158	少数股东损益	(140)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	419	419	419	419	归属于母公司净利润	(2567)	39	428	736
其他长期负债	175	215	183	185					
长期负债合计	594	634	603	604	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3683	2469	2081	1762	净利润	(2567)	39	428	736
少数股东权益	94	94	94	94	资产减值准备	2040	(318)	(60)	(56)
股东权益	762	793	1136	1724	折旧摊销	169	273	286	300
负债和股东权益总计	4539	3356	3310	3580	公允价值变动损失	(2151)	300	0	0
					财务费用	118	68	78	57
					营运资本变动	5140	(1242)	12	(165)
					其它	(2185)	318	60	56
					经营活动现金流	447	(630)	726	871
					资本开支	(4224)	(207)	(227)	(227)
					其它投资现金流	(75)	0	0	0
					投资活动现金流	(4185)	(246)	(190)	(190)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(123)	0	0	0
					支付股利、利息	(88)	(8)	(86)	(147)
					其它融资现金流	4067	925	(446)	(419)
					融资活动现金流	3645	917	(532)	(566)
					现金净变动	(93)	41	4	114
					货币资金的期初余额	458	365	406	410
					货币资金的期末余额	365	406	410	524
					企业自由现金流	996	(844)	560	688
					权益自由现金流	4940	27	52	223

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032