

豆神教育 (300010)

证券研究报告

2021年05月07日

21Q1 大语文收款同增 87%，行业规范加速中小机构出场

21Q1 公司部分业务仍然受新冠病毒疫情和政策变化的影响，其中留学业务和升学业务影响较大，其他业务恢复较快。就 21Q1 大语文业务来看：

- 21Q1 现金收款 0.90 亿，同比增长 87%。其中 OMO 业务（分校+线下）0.74 亿，同比增长 124%，B2B 业务 0.10 亿，同比增长 95%，加盟业务 205 万，同比减少 78%；
- 确认收入 1.28 亿，同比增长 43%。其中 OMO 业务（分校+线下）1.08 亿同比增长 46%，B2B 业务 846 万同比增长 118%，加盟业务 588 万，同比减少 51%。
- 2021 年寒假分校业务累计就读人次为 2.09 万人，同比增长 46%；线上业务累计就读人次为 5.86 万人，线上业务发展迅速。截至 3 月 31 日，大语文直营学习中心 98 家，加盟学习中心 384 家。因全国线上线下课程可以互转，存在部分学员转为线上报名的情况，故分校业务报名人数为 2.55 万人，同比减少 3.78%，同期线上业务报名人数为 9.45 万人。

2020 全年大语文业务来看：

- 大语文现金收款 5.2 亿，同比减少 4.74%。其中分校收款 2.58 亿，同比减少 15%，线上收款 1.42 亿，同比增长 96%，加盟业务 0.25 亿，B2B 业务 0.72 亿；
- 确认收入 5.7 亿，同比增长 29%。其中分校 2.3 亿，同比减少 10.64%，线上 1.75 亿，同比增长 169.39%，加盟 0.32 亿，B2B 业务 0.93 亿；
- 报名学生人次 38.8 万人次，同比增长 24.4%；语文直营学习中心 98 家。

公司 2021 年一季度营业收入 2.39 亿元，同比增加 81.26%，主要系随着疫情减缓，公司业务逐步有序恢复正常所致。2020 年全年收入 13.86 亿元，同比减少 29.97%。

维持盈利预测，给予买入评级。

2020 年，公司在董事会及管理层的领导下，紧紧围绕年初制订的发展规划，推动主营业务稳健发展。公司秉承“用科技和人文改变教育”的历史使命，利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景，最终实现“激发·成就亿万青少年”的宏伟愿景。我们预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 0.40 元、0.56 元、0.67 元、PE 分别为 18x、13x、11x。

风险提示：核心高管流失；招生不及预期；市场竞争激烈

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,979.34	1,386.16	4,043.00	5,054.00	6,064.80
增长率(%)	1.38	(29.97)	191.67	25.01	20.00
EBITDA(百万元)	523.44	2,223.69	703.59	902.56	943.13
净利润(百万元)	22.49	(2,566.54)	351.23	488.36	585.99
增长率(%)	(101.61)	(11,514.00)	(113.68)	39.04	19.99
EPS(元/股)	0.03	(2.96)	0.40	0.56	0.67
市盈率(P/E)	282.29	(2.47)	18.07	13.00	10.83
市净率(P/B)	1.90	8.33	5.81	4.01	2.93
市销率(P/S)	3.21	4.58	1.57	1.26	1.05
EV/EBITDA	22.15	3.83	10.87	6.26	7.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	868.32
流通 A 股股本(百万股)	727.45
A 股总市值(百万元)	6,321.40
流通 A 股市值(百万元)	5,295.85
每股净资产(元)	0.83
资产负债率(%)	81.32
一年内最高/最低(元)	26.75/6.65

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《豆神教育-半年报点评:疫情致业绩短暂承压, 20H1 大语文报名人数+71%奠定后续发展》2020-08-25
- 《立思辰-公司点评:定增引入奕鑫、粤民投等募资 13 亿, 加码大语文缓解财务压力》2020-07-13
- 《立思辰-公司点评:联手凹凸教育丰富产品体系, 优势互补双方共赢》2020-06-23

表 1: 大语文业务 FY21Q1 收款 0.90 亿, 同比增长 87%

项目	收款金额 (万元)				确认收入 (万元)			
	FY19	FY20	20Q1	21Q1	FY19	FY20	20Q1	21Q1
分校业务	30,317	25,809	-	-	26,216	23,426	-	-
线上业务	7,211	14,150	-	-	6,508	17,532	-	-
OMO 业务 (分校+线下)	-	-	3,310	7,406	-	-	7,403	10,805
B2B 业务	2,471	7,173	523	1,020	1,916	9,343	388	846
加盟业务	14,559	2,523	914	205	8,567	3,168	1,206	588
其他	432	2,728	60	347	601	3,003	4	590
合计	54,900	52,383	4,807	8,978	43,808	56,473	9,001	12,829

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

就运营情况来看:

①公司原大语文线上业务品牌“诸葛学堂”正式更名为“豆神网校”。公司推出的首档面向青少年系统讲解四大名著的音频节目——《大语文名师团：四大名著精讲》，在喜马拉雅 423 世界读书日听书节活动当中，荣获全球好课榜总榜第三名，亲子儿童榜第二名。

②公司推出了应用于教育机构的全移动端的 SAAS 服务系统，并研发出国内首款基于人工智能批阅语文阅读主观题的 AI 产品——“快解阅读”。

③疫情期间，公司推出“广厦计划”，吸收合并在线大语文公司“明兮”教育。

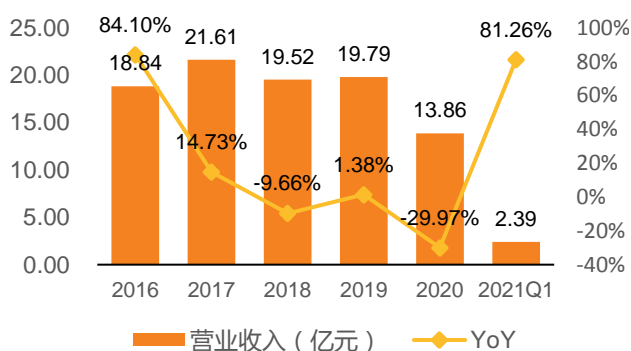
④随着 2020 年 9 月各地陆续恢复线下教学，大语文业务迅速恢复，2020 年 10-12 月线下分校新增报名达 58,795 人次，与 2019 年 7-12 月 62,061 人次接近。

公司 2021 年一季度营业收入 2.39 亿元，同比增加 81.62%，主要系随着疫情减缓，公司业务逐步有序恢复正常所致。2020 年全年收入 13.86 亿元，同比减少 29.97%。

按照年报调整后的口径，分季度看，2020 年 Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别为 1.32、3.80、3.36、5.38 亿元，同比变动分别为-71.87%、-12.34%、-20.33%、-17.85%。

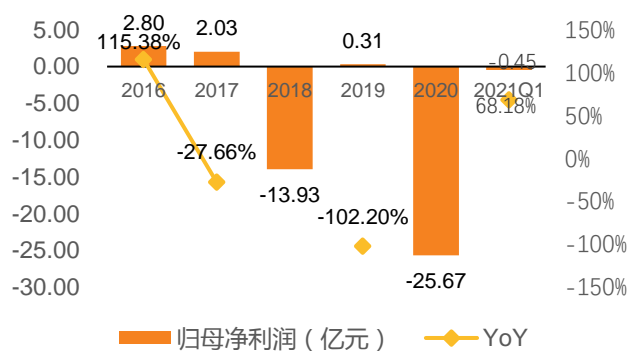
公司 21 年 Q1 实现归母净利润-0.45 亿元，同比增加 68.18%，归母净利率-18.65%，同比+87.56pct；2020 年实现归母净利润-25.67 亿元，同比减少 11514.00%，归母净利率-185.15%，同比-186.29pct。

图 1: 公司 2021 年一季度营业收入 2.39 亿元, 同比增加 81.62%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司 21 年 Q1 实现归母净利润-0.45 亿元, 同比增加 68.18%



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司主要业务为大语文学习服务类业务。公司大语文团队拥有较强的内容原创能力，且始终以“新时代中国优秀传统文化的传承与创新”为己任，搭建了以大语文内容为核心的素质教育产品线。

公司的大语文业务分为网校业务、直营校业务、加盟校业务、教育硬件业务、对公合作业务、文创周边业务、线上轻课业务等。课程产品方面，分为素质教育线“大语文”系列（文学文史通识教育），以及学科教育线“阅读专项系列”（阅读理解能力提升）、“写作专项系列”（写作能力提升）。

疫情期间，公司坚持“线上+线下”的复合运营模式，业务实现快速异地复制及市场拓展。同时，公司的素质教育产品“大语文”系列课程加快推进与公立校的合作，推动该课程以双师形式进入公立校课堂。此外，公司借助科技手段与公司教研教学能力相结合，开发出了能实现智能批阅阅读理解主观题的小程序“快解阅读”等产品。

截至 20 年底，在全国已建立 98 个直营学习中心和 376 个加盟学习中心。

随着新高考、新政策的推出，语文学科的基础地位及分数占比在逐渐提升，以培养综合素养为核心的语文学科成为学习服务行业的新增长点。大语文是目前市面上较为契合课改方向的语文培训品类，能够有效弥补校内教育的不足；大语文将紧密结合考试体系有效形成刚需产品，覆盖整个语文课外培训市场。

维持盈利预测，给予买入评级。2020 年，公司在董事会及管理层的领导下，紧紧围绕年初制订的发展规划，推动主营业务稳健发展。公司秉承“用科技和人文改变教育”的历史使命，利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景，最终实现“激发·成就亿万青少年”的宏伟愿景。

按照国内中小学生群体 1.8 亿人、30%参培率、5000 元年收费来计算，远期语文培训市场空间有望超过 3000 亿元。与数学和英语培训不同，语文培训市场集中度更高。语文课外培训难度大，门槛高，更容易形成马太效应。面对课改和考改市场需要新的语文培训产品，而语文学科的特点是知识点繁多，知识图谱块状化，较难形成体系化和标准化，产品研发难度非常大。我们预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 0.40 元、0.56 元、0.67 元、PE 分别为 18x、13x、11x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	458.22	365.48	323.44	444.05	485.18
应收票据及应收账款	709.90	532.27	2,857.74	980.92	3,625.47
预付账款	183.59	98.39	565.63	291.09	749.75
存货	425.97	506.36	1,743.41	1,055.48	2,316.11
其他	871.89	696.49	2,636.15	1,846.17	3,575.54
流动资产合计	2,649.57	2,198.98	8,126.36	4,617.71	10,752.07
长期股权投资	262.63	149.35	149.35	149.35	149.35
固定资产	281.65	288.82	297.54	326.34	354.18
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	571.18	527.75	390.20	252.64	115.09
其他	3,847.91	1,317.59	1,240.66	1,352.91	1,284.03
非流动资产合计	4,963.36	2,283.51	2,113.74	2,150.83	1,974.40
资产总计	7,656.79	4,538.53	10,310.42	6,825.28	12,787.50
短期借款	774.44	517.40	1,253.40	421.00	716.76
应付票据及应付账款	327.72	429.34	1,103.28	928.91	1,633.36
其他	2,116.87	2,141.65	5,726.05	3,731.06	7,430.91
流动负债合计	3,219.04	3,088.39	8,082.73	5,080.97	9,781.03
长期借款	542.45	419.39	598.81	300.00	291.00
应付债券	0.00	0.00	110.22	36.74	48.99
其他	313.99	174.72	265.69	(48.54)	105.49
非流动负债合计	856.44	594.11	974.72	288.20	445.48
负债合计	4,075.47	3,682.50	9,057.45	4,948.17	10,226.52
少数股东权益	233.01	94.23	160.39	296.17	394.06
股本	868.32	868.32	868.32	868.32	868.32
资本公积	2,912.14	2,919.18	2,919.18	2,919.18	2,919.18
留存收益	2,429.77	(126.97)	224.26	712.62	1,298.60
其他	(2,861.92)	(2,898.74)	(2,919.18)	(2,919.18)	(2,919.18)
股东权益合计	3,581.32	856.03	1,252.97	1,877.11	2,560.99
负债和股东权益总	7,656.79	4,538.53	10,310.42	6,825.28	12,787.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	48.55	(2,706.92)	351.23	488.36	585.99
折旧摊销	144.06	186.72	152.84	155.16	157.55
财务费用	94.95	113.34	124.04	81.96	38.30
投资损失	4.15	8.45	(17.00)	(16.00)	(11.53)
营运资金变动	(901.64)	707.23	(1,618.16)	1,321.77	(1,608.11)
其它	825.36	1,783.13	14.07	154.23	107.87
经营活动现金流	215.44	91.95	(992.99)	2,185.47	(729.94)
资本支出	254.29	(2,101.55)	(30.97)	94.22	70.84
长期投资	45.01	(113.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,122.69)	2,345.66	84.84	(176.95)	(129.12)
投资活动现金流	(823.39)	130.83	53.87	(82.73)	(58.28)
债权融资	1,681.52	1,179.18	2,224.22	326.35	1,196.22
股权融资	(91.30)	(140.50)	(144.48)	(81.96)	(38.30)
其他	(876.51)	(1,443.99)	(1,182.66)	(2,226.52)	(328.57)
筹资活动现金流	713.71	(405.31)	897.08	(1,982.14)	829.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	105.76	(182.53)	(42.04)	120.61	41.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,979.34	1,386.16	4,043.00	5,054.00	6,064.80
营业成本	1,178.99	934.13	2,425.80	3,032.40	3,638.88
营业税金及附加	12.86	9.45	40.43	50.54	60.65
营业费用	253.03	227.98	444.73	555.94	727.78
管理费用	252.74	302.30	376.00	449.81	545.83
研发费用	81.38	114.27	161.72	240.06	315.37
财务费用	95.01	117.77	90.00	75.00	63.00
资产减值损失	(49.29)	(2,192.71)	5.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	67.26	(41.99)	(55.57)	16.15	7.76
投资净收益	(4.15)	(8.45)	17.00	16.00	11.53
其他	57.58	4,561.07	111.18	(57.34)	(63.28)
营业利润	33.93	(2,637.67)	426.71	665.44	747.28
营业外收入	1.20	0.75	29.71	18.64	20.00
营业外支出	2.03	5.07	3.88	3.17	21.52
利润总额	33.11	(2,641.99)	452.54	680.91	745.76
所得税	(7.33)	64.93	31.68	54.47	59.66
净利润	40.44	(2,706.92)	420.87	626.44	686.10
少数股东损益	17.95	(140.38)	69.64	138.08	100.11
归属于母公司净利润	22.49	(2,566.54)	351.23	488.36	585.99
每股收益(元)	0.03	(2.96)	0.40	0.56	0.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.38%	-29.97%	191.67%	25.01%	20.00%
营业利润	-102.27%	-7873.12%	-116.18%	55.95%	12.30%
归属于母公司净利润	-101.61%	-11514.00%	-113.68%	39.04%	19.99%
获利能力					
毛利率	40.44%	32.61%	40.00%	40.00%	40.00%
净利率	1.14%	-185.15%	8.69%	9.66%	9.66%
ROE	0.67%	-336.90%	32.15%	30.89%	27.04%
ROIC	4.72%	-69.16%	64.57%	28.70%	81.55%
偿债能力					
资产负债率	53.23%	81.14%	87.85%	72.50%	79.97%
净负债率	34.16%	95.06%	151.70%	-6.27%	27.76%
流动比率	0.84	0.73	1.01	1.00	1.11
速动比率	0.70	0.57	0.80	0.78	0.87
营运能力					
应收账款周转率	2.81	2.23	2.39	2.63	2.63
存货周转率	3.98	2.97	3.59	3.61	3.60
总资产周转率	0.26	0.23	0.54	0.59	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.03	-2.96	0.40	0.56	0.67
每股经营现金流	0.25	0.11	-1.14	2.52	-0.84
每股净资产	3.86	0.88	1.26	1.82	2.50
估值比率					
市盈率	282.29	-2.47	18.07	13.00	10.83
市净率	1.90	8.33	5.81	4.01	2.93
EV/EBITDA	22.15	3.83	10.87	6.26	7.04
EV/EBIT	29.42	4.14	13.89	7.56	8.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com