

美吉姆(002621)/教育

早教仍逆势扩张，美杰姆增加 21 年对赌

评级：买入(维持)

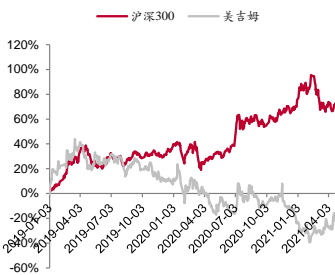
分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	827
流通股本(百万股)	793
市价(元)	5.66
市值(百万元)	4679
流通市值(百万元)	4491

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 美杰姆复课情况良好，H2 有望向好
- 2 美杰姆创始人担任董事长
- 3 疫情影响 H1 业绩，H2 有望向好
- 4 剥离原有主业，聚焦教育行业
- 5 Q1 美杰姆受疫情影响明显

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	630	356	714	830	940
增长率 yoy%	137.3	-43.4	100.4	16.2	13.3
净利润	120	-478	201	239	277
增长率 yoy%	279.4	-499.4	-141.9	19.3	15.6
每股收益(元)	0.14	-0.58	0.24	0.29	0.33
每股现金流量	-0.57	-0.14	-0.02	0.26	0.14
净资产收益率	4.9	-26.3	9.7	10.1	10.1
P/E	39	-10	23	20	17
PEG	0	0	0	1	1
P/B	2.5	5.5	4.6	3.9	3.3

备注：股价使用 2021 年 4 月 26 日收盘价。

投资要点

- **事件：**2020 年，公司实现收入 3.56 亿元、同减 43.4%，归母净利润-4.78 亿元、同减 499%，扣非后净利润 5.27 亿元、同减 562%，每股收益-0.58 元/股、同减 514%。
- **点评：**
- **国内疫情影响早教业务。**2020Q1 超过 70%的门店停课，截至 Q2 末约有 70%门店复课，截至 Q3 末门店基本恢复正常营业，Q4 疫情反复造成部分地区再次停课，严重影响早教业务。2020 年，早教服务收入 2.39 亿元、同减 42%，其中权益金同减 38%、主要是门店停课所致，加盟费同减 44%、产品销售同减 65%、主要是疫情造成门店增长不达预期所致。毛利率同减 10.1pct 至 67.7%，净利率同减 16.7pct 至 41.2%。虽然受到疫情影响，早教仍逆势扩张，2020 年新增 40 家门店，为疫情后的增长奠定基础。
- **留学服务受海外疫情的影响。**2020 年客户大多转为线上培训，难以完全复制线下教学的效果，导致部分学生退课或延期上课，留学年级的推后同样造成部分客户的流失。楷德主动调整经营策略，关闭部分校区。2020 年，留学培训收入 4635 万元、同减 45%，毛利率同减 19.1pct 至 45.5%，净利率同减 18.5pct 至 17.9%。
- **楷德、美杰姆计提商誉减值，美杰姆增加 21 年对赌。**楷德教育计提商誉减值 2.4 亿元，美杰姆计提商誉减值 3.9 亿元，造成 2020 年公司利润大幅下滑。美杰姆原业绩承诺顺延至 21 年，交易对方承诺 21 年扣非后净利润不低于 3.01 亿元，体现对业绩恢复的信心。
- **投资建议：**在全球疫情的背景下，美杰姆和楷德虽受到严重的影响，但仍实现正向盈利，其中美吉姆门店仍逆势扩张，为后续发展奠定基础。美杰姆和楷德计提商誉减值，有望轻装上阵，缓解市场对于未来商誉减值的担忧，预计 2021/22/23 年净利润为 2.01/2.39/2.77 亿元，对应估值 23x/20x/17x，看好公司早教行业的龙头地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情后早教业务恢复不达预期，出国留学培训业务持续受到海外疫情的影响。

图表 1: 公司主要财务数据及盈利预测

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2019	2020	2021F	2022F	2023F		2019	2020	2021F	2022F	2023F
营业收入	630	356	714	830	940	货币资金	527	499	714	830	1,086
营业成本	195	156	157	178	200	存货	97	11	68	71	80
毛利率	69.02%	56.13%	77.98%	78.60%	78.76%	应收账款	59	114	100	101	115
营业税金及附加	7	2	5	6	6	其他流动资产	99	158	278	309	339
营业费用	45	32	45	49	52	流动资产	781	783	1,160	1,311	1,620
营业费用率	7.16%	9.05%	6.30%	5.89%	5.53%	固定资产	70	22	18	15	13
管理费用	135	104	145	162	177	长期股权投资	3	1	1	1	1
管理费用率	21.39%	29.18%	20.34%	19.48%	18.81%	无形资产	1,299	1,287	1,287	1,287	1,287
财务费用	5	14	4	7	5	其他长期资产	2,113	1,481	1,480	1,477	1,475
财务费用率	0.86%	3.96%	0.56%	0.85%	0.53%	非流动资产	3,484	2,791	2,786	2,780	2,776
投资收益	28	85	27	27	27	资产总计	4,266	3,574	3,946	4,091	4,396
营业利润	245	-520	380	454	524	短期借款	29	30	83	23	0
营业利润率	38.85%	-145.81%	53.24%	54.66%	55.75%	应付账款	15	3	3	4	4
营业外收入	0	0	0	0	0	其他流动负债	1,718	1,379	1,446	1,351	1,331
营业外支出	2	11	1	1	1	流动负债	1,762	1,413	1,532	1,377	1,335
利润总额	243	-531	380	453	524	长期负债	55	340	340	340	340
所得税	57	41	85	101	117	其他长期负债	8	1	-1	-5	-10
所得税率	23.48%	-7.67%	22.39%	22.39%	22.39%	非流动性负债	63	341	339	335	330
少数股东损益	67	-93	94	112	130	负债合计	1,825	1,753	1,871	1,712	1,665
归属于母公司股东的净利润	120	-478	201	239	277	股本	591	827	827	827	827
净利率	19.01%	-134.15%	28.08%	28.83%	29.41%	资本公积	260	19	19	19	19
每股收益(元)(摊薄)	0.14	-0.58	0.24	0.29	0.33	股东权益合计	2,440	1,821	2,075	2,379	2,730
						少数股东权益	1,095	967	1,061	1,173	1,303
						负债股东权益总计	4,266	3,574	3,946	4,091	4,396
现金流量表 (百万元)						比率分析					
指标名称	2019	2020	2021F	2022F	2023F		2019	2020	2021F	2022F	2023F
净利润	120	-478	201	239	277	增长率(%)					
少数股东损益	67	-93	94	112	130	营业收入	137.3	-43.4	100.4	16.2	13.3
折旧和摊销	20	30	4	4	2	营业利润	307.0	-312.4	-173.2	19.3	15.6
营运资金变动	12	-125	-102	-134	-77	净利润	279.4	-499.4	-141.9	19.3	15.6
其他	21	596	-18	-18	-19	利润率(%)					
经营现金流	239	-71	178	204	312	毛利率	69.0	56.1	78.0	78.6	78.8
资本支出	-10	-8	0	0	0	EBIT Margin	39.3	17.3	50.7	52.5	53.7
投资收益	0	0	27	27	27	EBITDA Margin	42.5	25.6	51.2	53.0	53.9
资产变卖	217	185	1	1	1	净利率	19.0	-134.1	28.1	28.8	29.4
其他	-839	-371	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-631	-194	27	27	27	净资产收益率	4.9	-26.3	9.7	10.1	10.1
发行股票	501	0	0	0	0	总资产收益率	3.8	-18.3	6.9	8.2	8.9
负债变化	-171	262	53	-61	-23	其他(%)					
股息支出	0	0	-40	-48	-55	资产负债率	42.8	49.1	47.4	41.8	37.9
其他	-20	-7	-4	-7	-5	所得税率	23.5	-7.7	22.4	22.4	22.4
融资现金流	310	255	9	-115	-83	股利支付率	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
现金净增加额	-82	-9	215	116	257						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。