

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

教育

豆神教育 (300010)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年11月28日

拟剥离江南信安，聚焦“大语文+升学服务”战略

证券分析师：曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：张鲁	0755-81982991	zhanglu5@guosen.com.cn	

事项：

2020年11月27日晚，公司公告全资子公司云安信息拟作价2.5亿元向共青城众智、中电信息、奇安信息及马莉4个交易对手方出售江南信安100%股权，各受让方按受让股权比例支付价款，转让完成后，公司将不再持有江南信安的股份。

国信社服观点：1) **传统业务剥离有望逐步启动：**公司历史上多次收购转型，致报表账面商誉体量较大，其中康邦科技商誉净额为13亿元、留学360(19年12月26晚公告拟剥离)为2.0亿元、江南信安为1.8亿元。前期wind交流日志显示，未来除“中文未来+百年英才”外，其余传统业务将陆续剥离，业务剥离虽可补充资金，但仍需警惕减值风险。2) **窦昕拟增持强化市场信心：**公司公告窦昕拟增持且池燕明拟减持对应股份，若顺利落地，未来二者持股比例差距预计将缩小至2%以内，彰显窦昕对语文业务发展的信心。3) **风险提示：**剥离计划终止、股东减持、对赌失败、商誉减值等；4) **投资建议：**我们预计公司20-22年整体EPS为-0.08/0.32/0.51元，其中教育板块“中文未来+百年英才”20-22年EPS分别为0.21/0.39/0.55元，教育主业对应估值分别为59/32/22x(若考虑再融资9折增发及股权激励摊薄影响，20-22年EPS分别为0.17/0.32/0.45元，对应估值71/38/27x)。受融资环境几度变化、及K12行业竞争加剧影响短期股价显著回调，但公司逻辑不改，维持中线“买入”评级，密切跟踪再融资进展以及传统业务剥离进度。

评论：

■ 拟作价2.5亿元剥离江南信安，传统业务子公司剥离有望逐步启动

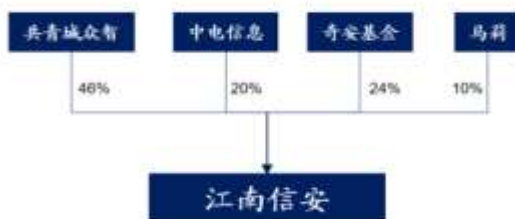
2020年11月27日晚，公司公告全资子公司云安信息拟作价2.5亿元向共青城众智、中电信息、奇安信息及马莉4个交易对手方出售江南信安100%股权，各受让方按自身受让股权比例支付对应交易价款，本次股权转让完成后，公司将不再持有江南信安的股份。

图1：收购前江南信安股权结构示意图

图2：收购后江南信安股权结构示意图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

江南信安若无法完成业绩承诺, 上市公司需进行现金补偿, 具体补偿方式如下。根据公告披露信息, 江南信安 2019-2020Q1-3, 营业收入分别为 3476、3239 万元, 净利润分别为 78、-411 万元, 其中 20 年预计受疫情影响较大。协议约定江南信安 2021-2023 年实现的净利润分别不低于 2700 万、3100 万以及 3700 万元, 三年累计实现净利润不低于 9500 万元, 如截至任一会计年度当年年末累计实现净利润减去截至当年年末累计可抵扣超额研发费用之和低于截至当年年末累计承诺净利润的 80% (不含本数), 则转让方、上市公司应于该年度审计报告出具后 30 个工作日内向江南信安现金补偿至 80%, 当期应补偿金额如下:

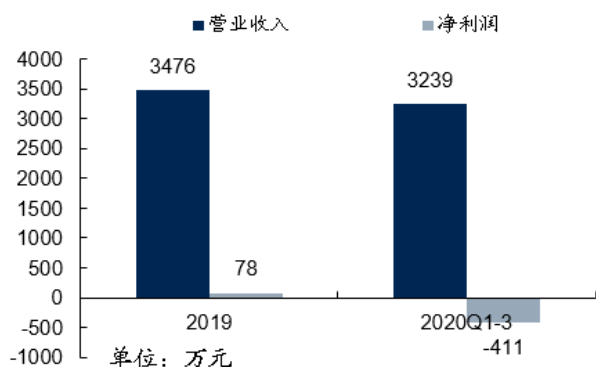
当期应补偿金额 = (截至当期期末累计承诺净利润 * 80% - 截至当期期末累计实现净利润 - 截至当期期末累计发生的超额研发费用) * 100% - 已补偿金额;

三年业绩承诺期届满的 2023 年度, 则应按照下述方式计算需补偿的金额并在业绩承诺期最后一年度审计报告出具后 30 个工作日内向江南信安现金补偿至足额, 应补偿金额如下:

应补偿金额 = (业绩承诺期承诺净利润总和 - 业绩承诺期累计实现净利润总和 - 业绩承诺期超额研发费用的总和) * 100% - 已补偿金额;

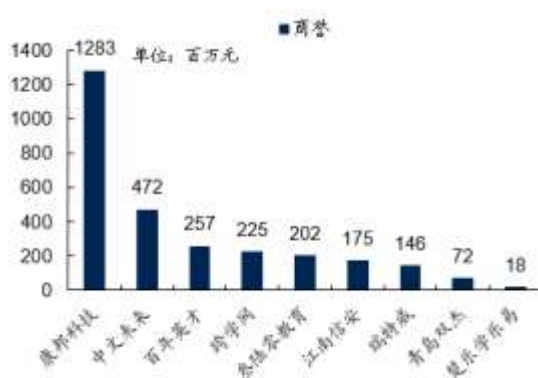
传统业务剥离进程有望逐渐开启。公司历史上进行过多次收购转型, 历史商誉规模较大。2018 年通过收购子公司中文未来正式转型大语文 K12 培训赛道, 且前期 wind 交流日志显示, 未来除中文未来+百年英才外, 其余传统业务子公司将陆续剥离, 截至 2020H1, 教育信息化子公司康邦科技账面商誉净额为 12.83 亿元、留学 360 (19 年 12 月 26 晚公告拟剥离) 为 2.20 亿元、江南信安为 1.75 亿元。未来传统业务子公司的陆续剥离, 可使公司拥有充足的资金发展教育主业, 但同时仍需警惕减值风险。

图 3: 江南信安历史收入及净利润



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

图 4: 2020H1 公司商誉统计分布



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■ 奕昕拟二级市场或大宗交易增持强化信心, 再融资方案稳步推进

11 月 12 日晚, 公司董事、CEO 奕昕未来 6 个月拟从二级市场或大宗交易方式增持 600-1200 万股, 同期公司控股股东、实控人池燕明拟以集中竞价或大宗交易方式减持不超过 868 万股 (其中 600 万以大宗交易形式减持), 截至最新公

告日，窦昕持股 7287 万股，占总股本的 8.39%（二股东），池燕明持股 1.08 亿股，持股比例为 12.43%，仍为控股股东。

考虑前期股权激励计划落地（定向增发 1875 万股），本次减持后持股比例会存在三种情况：

- 1) 窦昕按下限增持+池总未向窦总大宗减持：窦昕持股比例 9.82% < 池燕明 11.18%；
- 2) 窦昕按上限增持+池总未向窦总大宗减持：窦昕持股比例 10.50% < 池燕明 11.18%；
- 3) 窦昕按上限增持+池总向窦总大宗减持：窦昕持股比例 11.17% < 池燕明 11.18%；

注：窦昕按下限增持+池总向窦总大宗减持 情形与情形 2 结果相同。

综合来看，窦昕持股比例与池燕明持股比例进一步接近，但预计不会发生实控人变更，与 2 月份定增方案（方案有修改）落地后的情形较为接近！**CEO 窦昕持股比例提升，彰显对大语文业务未来发展的信心。**公司前期回调较多，一方面与股权激励方案归属条件营业收入增速（2019 年为基数，21-23 年增 100/200/350%）略低于乐观市场预期有关，另一方面，受政策指引，窦昕未参与到本次再融资方案中也对市场情绪产生影响。本次窦总增持公司股票，在一定程度上回应了前期市场的担心。另外 11 月 25 日，公司再融资方案或交易所受理，整体再融资节奏仍在推进中。

■ **投资建议：静待再融资方案落地，暂维持“买入”评级**

我们预计公司 20-22 年整体 EPS 为 -0.08/0.32/0.51 元，其中教育板块中文未来+百年英才 20-22 年 EPS 分别为 0.21/0.39/0.55 元，教育主业对应估值分别为 59/32/22x（若考虑再融资 9 折及股权激励摊薄影响，20-22 年 EPS 分别为 0.17/0.32/0.45 元，对应估值 71/38/27x）。近期受融资环境几度变化、以及 K12 行业竞争对手大举融资影响，公司短期股价显著回调，但公司逻辑不改，维持中线“买入”评级，密切跟踪再融资进展以及传统业务剥离进度。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	458	486	446	467	营业收入	1979	1886	1116	1571
应收款项	1427	284	153	215	营业成本	1179	1383	565	781
存货净额	426	491	42	59	营业税金及附加	13	9	6	8
其他流动资产	297	283	167	236	销售费用	254	123	69	101
流动资产合计	2693	1630	894	1062	管理费用	253	86	57	73
固定资产	282	183	290	378	财务费用	95	78	75	60
无形资产及其他	460	442	424	405	投资收益	(4)	0	0	0
投资性房地产	3959	3959	3959	3959	资产减值及公允价值变动	117	(300)	0	0
长期股权投资	263	346	410	474	其他收入	(256)	0	0	0
资产总计	7657	6560	5976	6278	营业利润	42	(93)	344	548
短期借款及交易性金融负债	1139	1568	1011	868	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	328	239	90	126	利润总额	41	(93)	344	548
其他流动负债	1751	338	136	192	所得税费用	(7)	(19)	69	110
流动负债合计	3218	2145	1237	1186	少数股东损益	18	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	542	542	542	542	归属于母公司净利润	31	(73)	276	439
其他长期负债	314	364	467	468					
长期负债合计	856	906	1009	1011	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4075	3051	2246	2197	净利润	31	(73)	276	439
少数股东权益	233	233	233	232	资产减值准备	(1221)	(67)	36	42
股东权益	3349	3276	3497	3849	折旧摊销	129	67	78	90
负债和股东权益总计	7657	6560	5976	6278	公允价值变动损失	(117)	300	0	0
					财务费用	95	78	75	60
					营运资本变动	(1775)	(427)	484	(11)
					其它	1195	66	(36)	(43)
					经营活动现金流	(1759)	(134)	838	518
					资本开支	1048	(184)	(202)	(202)
					其它投资现金流	26	0	0	0
					投资活动现金流	1028	(267)	(266)	(266)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	267	0	0	0
					支付股利、利息	(76)	0	(55)	(88)
					其它融资现金流	411	429	(557)	(143)
					融资活动现金流	794	429	(612)	(231)
					现金净变动	63	28	(40)	20
					货币资金的期初余额	395	458	486	446
					货币资金的期末余额	458	486	446	467
					企业自由现金流	(268)	(316)	695	362
					权益自由现金流	410	50	79	172

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.04	-0.08	0.32	0.51
每股红利	0.09	0.00	0.06	0.10
每股净资产	3.86	3.77	4.03	4.43
ROIC	10%	5%	7%	10%
ROE	1%	-2%	8%	11%
毛利率	40%	27%	49%	50%
EBIT Margin	14%	15%	38%	39%
EBITDA Margin	21%	19%	45%	44%
收入增长	1%	-5%	-41%	41%
净利润增长率	102%	-339%	477%	59%
资产负债率	56%	50%	41%	39%
息率	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
P/E	829.6	-346.4	91.8	57.8
P/B	7.6	7.7	7.3	6.6
EV/EBITDA	71.9	80.8	55.6	39.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《豆神教育-300010-2020 年三季报点评：大语文招生依旧高增，激励方案为经营节奏定调》 ——2020-10-30
- 《豆神教育-300010-重大事件快评：融资方案再次调整，股权激励方案稳定未来预期》 ——2020-10-25
- 《豆神教育-300010-2020 年中报点评：春耕秋实，静待大语文开花结果》 ——2020-08-25
- 《立思辰-300010-重大事件快评：新增方案诸多亮点，大语文龙头加速布局》 ——2020-07-13
- 《立思辰-300010-深度报告：复盘 K12 龙头成长轨迹推演中文未来成长》 ——2020-05-09

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

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