

证券研究报告—动态报告

社会服务

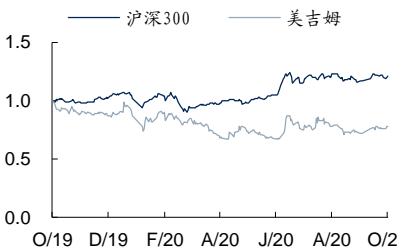
教育

美吉姆(002621)
增持

2020年三季报点评

(维持评级)

2020年10月29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) | 827/765 |
| 总市值/流通(百万元) | 5,878/5,437 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,269/13,388 |
| 12个月最高/最低(元) | 12.95/6.07 |

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, 政策带来信心》——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码: 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码: 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
早教业务恢复良好, 关注龙头行业份额提升
● 疫情停课影响下, 前三季度扣非业绩同比下滑 75%

前三季度, 公司营收 2.66 亿元/-45%, 归母业绩 1.02 亿元/+22%, 符合预期, 扣非业绩为 2111 万元/-75%, EPS 0.12 元。Q3 单季, 营收 1.39 亿元/-32%, 归母净利润 1.25 亿元/+154%, 扣非业绩 4310 万元, 同比下滑 11.70%, Q3 剥离三垒科技 100% 股权产生 8400 万非经收益。

● 早教业务复课以来恢复良好, 留学培训受海外疫情影响仍承压

公司已完成对制造业三垒科技的剥离, 主业已转变为纯正的教育业务。早教子公司天津美杰姆 Q3 单季营收已恢复至去年同期 9 成, 较 Q2 (约 4 成) 环比大幅改善, 预计 Q3 实现业绩约 4000 万, 整体看疫情后早教业务恢复相对良好; 楷德教育主业为留学英语培训, 海外疫情蔓延下公司积极转型课外英语培训, 预计 Q3 单季打平 (2020H1 业绩为 399 万元)。前三季度, 公司毛利率为 51.92%, 同比下滑 15.65pct, 系上半年疫情停工影响, 净利率为 43.37%, 同比增 17.15pct, 主要系剥离制造业子公司非经扰动。期间费用率同增 13.88pct, 其中管理/销售/财务费率分别增 10.13/2.68/1.40pct, 预计与员工薪酬以及租金成本相对刚性有关, 研发费率降 0.33pct。

● 剥离制造业务专注早教赛道, 后疫情时代龙头引领集中度提升

传统业务子公司的剥离以及美吉姆创始人刘俊君的掌舵, 上市公司战略重心聚焦早教业务态度较为明确。新冠疫情冲击下, 整个线下早教行业处于停滞状态, 出清速度加快。而公司作为早教赛道龙头, 依托上市公司平台的资金优势, 有利于整合疫情后行业闲置的优质物业资源与教师资源, 看好公司后疫情时期引领行业集中度的提升。

● 风险提示: 政策监管趋严; 门店客流恢复缓慢; 教育管理团队流失等。
● 建议关注疫情后门店客流恢复情况, 维持“增持”评级。

考虑到公司再融资方案仍在推进中, 暂维持公司 20-22 年 EPS 为 -0.18/0.23/0.30 元, 对应 21-22 年估值水平为 30/24x, 建议关注疫情后门店客流恢复情况, 中线关注公司行业整合机遇, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|---------|----------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 265.36 | 629.82 | 395.61 | 761.53 | 925.89 |
| (+/-%) | 49.78% | 137.35% | -37.19% | 92.49% | 21.58% |
| 净利润(百万元) | 31.55 | 119.71 | -183.51 | 231.30 | 297.56 |
| (+/-%) | 71.90% | 279.40% | -253.30% | 226.04% | 28.65% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.09 | 0.20 | -0.18 | 0.23 | 0.30 |
| EBIT Margin | 16.69% | 39.34% | 18.26% | 33.13% | 36.74% |
| 净资产收益率(ROE) | 2.62% | 8.89% | -6.53% | 7.72% | 9.20% |
| 市盈率(PE) | 78.11 | 35.00 | -38.35 | 30.43 | 23.65 |
| EV/EBITDA | 84.99 | 22.82 | 57.39 | 23.67 | 18.42 |
| 市净率(PB) | 2.05 | 3.11 | 2.50 | 2.35 | 2.18 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

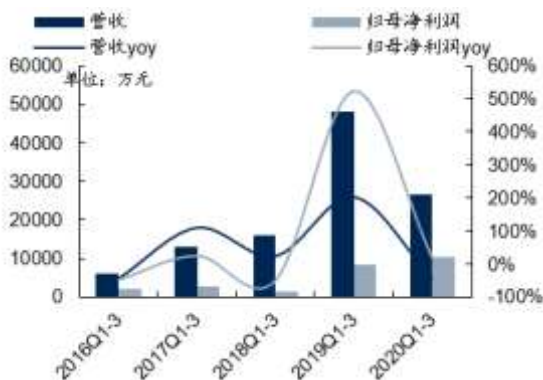
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

疫情停课影响下，前三季度扣非业绩同比下滑 75%

前三季度，公司实现营收 2.66 亿元，同比下滑 44.72%，归母业绩 1.02 亿元，同比增长 22.31%，符合预期，其中处置子公司三垒科技 100% 股权，产生投资收益约 8400 万元，若剔除非经常性损益扰动，扣非业绩为 2110.63 万元，同比下滑 75.21%，EPS 为 0.12 元。

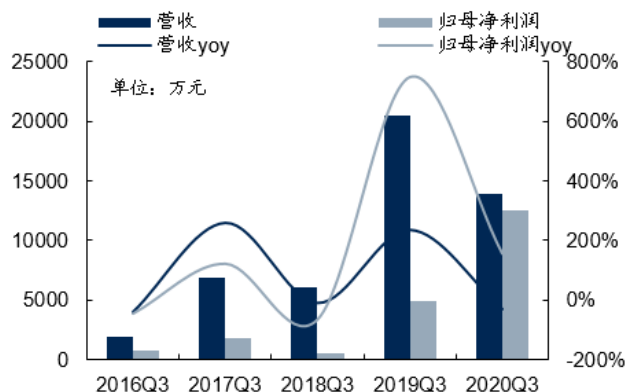
Q3 单季，实现营收 1.39 亿元，同比下滑 32.03%，归母净利润 1.25 亿元，同比增长 153.93%，扣非业绩 4309.80 万元，同比下滑 11.70%。

图 1：美吉姆前三季度收入业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：美吉姆 Q3 收入业绩及增速



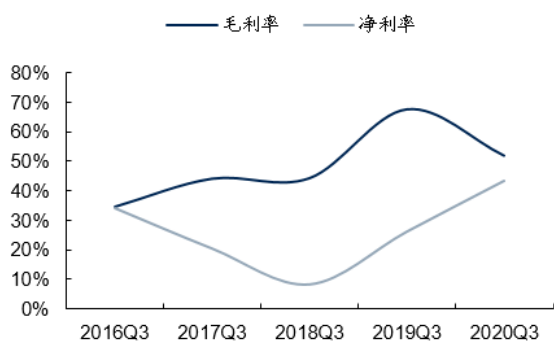
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情后早教业务恢复进度良好，留学培训受海外疫情影响仍承压

公司已完成对制造业子公司三垒科技的剥离，主业已转变为纯正的教育业务。根据我们对公司业务的持续跟踪，其中**早教业务**子公司天津美杰姆 Q3 单季营收已恢复至去年同期近 9 成，较 Q2（约 4 成）环比大幅改善，预计 Q3 单季实现净利润约 4000 万，较去年同期下滑约 20%+，但整体来看，疫情后早教业务恢复进程相对良好；**楷德教育**主业为**留学英语培训**，海外疫情蔓延压制出国需求，公司积极转型课外英语培训，预计 Q3 单季盈利持平（2020H1 业绩为 399 万元）。整体而言，早教业务整体恢复进程良好，而留学业务经营暂承压，需关注海外疫情进展。

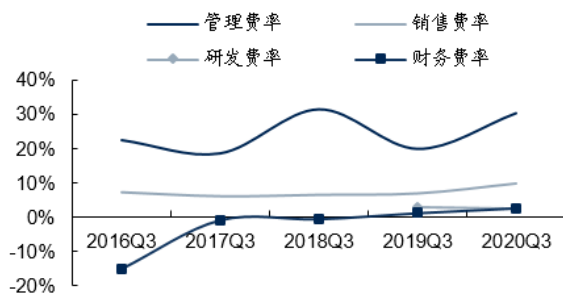
前三季度，公司毛利率为 51.92%，同比下滑 15.65pct，主要系上半年疫情停工所致，净利率为 43.37%，同比增 17.15pct，主要系剥离制造业子公司产生约 8400 万投资收益。期间费用率同比上升 13.88pct，其中管理/销售/财务费率分别增 10.13/2.68/1.40pct，预计与员工薪酬以及租金成本相对刚性有关，研发费率降 0.33pct。

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

剥离制造业务专注早教赛道，后疫情时代龙头引领集中度提升

早教发展战略进一步明确，疫情背景下龙头品牌引领行业集中度提升。传统业务子公司的剥离以及美吉姆创始人刘俊君的掌舵，上市公司战略重心聚焦早教业务态度较为明确。在新冠疫情冲击下，整个线下早教行业基本处于停滞状态，企查查数据显示，2020Q1，早教类企业共新增 192 家，吊销注销 220 家，整体负增长。其中，1 月新增 96 家，注销吊销 111 家，相比去年新增量同比降低 86.9%。疫情扩散的 2 月，早教类企业新增 18 家，注销吊销 40 家。不过，3 月份，早教类企业新增达 78 家，注销 69 家，略有回升趋势。而公司作为早教赛道龙头，依托上市公司平台的资金优势，有利于整合疫情后行业闲置的优质物业资源与教师资源，后疫情时期有望引领行业集中度的提升。

风险提示

行业政策监管趋严；门店客流恢复缓慢；教育团队流失；股东减持等。

投资建议：建议关注疫情后门店客流恢复情况，维持“增持”评级

考虑到公司再融资方案仍在推进中，暂维持公司 20-22 年 EPS 为 -0.18/0.23/0.30 元，对应 21-22 年估值水平为 30/24x，建议关注疫情后门店客流恢复情况，中线关注公司行业整合机遇，维持“增持”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 20-10-28 | EPS | | | PE | | | PB |
|--------|------|------|-----------------|------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2018 |
| 002607 | 中公教育 | 买入 | 38.80 | 0.29 | 0.41 | 0.57 | 132.61 | 95.70 | 68.36 | 32.14 |
| 300010 | 豆神教育 | 买入 | 14.60 | 0.04 | -0.08 | 0.32 | 414.39 | -173.03 | 45.87 | 3.35 |
| 300192 | 科斯伍德 | 增持 | 18.13 | 0.27 | 0.61 | 0.76 | 66.88 | 29.64 | 23.87 | 4.17 |
| 000526 | 紫光学大 | 增持 | 56.20 | 0.14 | 0.09 | 0.63 | 401.43 | 608.88 | 89.85 | 30.17 |
| 002621 | 美吉姆 | 增持 | 7.11 | 0.20 | -0.18 | 0.23 | 35.55 | -39.50 | 30.91 | 4.81 |

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) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 527 | 418 | 572 | 828 | 营业收入 | 630 | 396 | 762 | 926 |
| 应收款项 | 59 | 33 | 63 | 76 | 营业成本 | 195 | 156 | 235 | 269 |
| 存货净额 | 97 | 79 | 120 | 137 | 营业税金及附加 | 7 | 5 | 9 | 11 |
| 其他流动资产 | 71 | 59 | 114 | 139 | 销售费用 | 45 | 28 | 53 | 65 |
| 流动资产合计 | 781 | 617 | 896 | 1207 | 管理费用 | 135 | 135 | 212 | 242 |
| 固定资产 | 0 | 2 | 8 | 10 | 财务费用 | 5 | (8) | (9) | (14) |
| 无形资产及其他 | 1299 | 1247 | 1195 | 1143 | 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 2183 | 2183 | 2183 | 2183 | 资产减值及公允价值变动 | 7 | (300) | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 3 | 4 | 6 | 7 | 其他收入 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4266 | 4052 | 4288 | 4551 | 营业利润 | 245 | (220) | 261 | 354 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 29 | 10 | 13 | 17 | 营业外净收支 | (1) | 10 | 3 | (14) |
| 应付款项 | 15 | 11 | 17 | 19 | 利润总额 | 243 | (210) | 264 | 340 |
| 其他流动负债 | 1718 | 59 | 100 | 117 | 所得税费用 | 57 | (26) | 33 | 43 |
| 流动负债合计 | 1762 | 80 | 130 | 153 | 少数股东损益 | 67 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 55 | 55 | 55 | 55 | 归属于母公司净利润 | 120 | (184) | 231 | 298 |
| 其他长期负债 | 8 | 10 | 11 | 13 | | | | | |
| 长期负债合计 | 63 | 65 | 66 | 68 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 1825 | 145 | 196 | 221 | 净利润 | 120 | (184) | 231 | 298 |
| 少数股东权益 | 1095 | 1095 | 1095 | 1095 | 资产减值准备 | 2 | (292) | 4 | 8 |
| 股东权益 | 1346 | 2812 | 2997 | 3235 | 折旧摊销 | 16 | 53 | 53 | 54 |
| 负债和股东权益总计 | 4266 | 4052 | 4288 | 4551 | 公允价值变动损失 | (7) | 300 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | 5 | (8) | (9) | (14) |
| | | | | | 营运资本变动 | (787) | (1897) | (75) | (27) |
| | | | | | 其它 | 53 | 292 | (4) | (8) |
| | | | | | 经营活动现金流 | (602) | (1727) | 210 | 325 |
| | | | | | 资本开支 | 55 | (11) | (12) | (12) |
| | | | | | 其它投资现金流 | (28) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | 25 | (12) | (14) | (14) |
| | | | | | 权益性融资 | 501 | 1650 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (20) | 0 | (46) | (60) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 71 | (19) | 3 | 4 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 641 | 1631 | (43) | (55) |
| | | | | | 现金净变动 | 63 | (108) | 153 | 256 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 463 | 527 | 418 | 572 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 527 | 418 | 572 | 828 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (526) | (1791) | 188 | 313 |
| | | | | | 权益自由现金流 | (400) | (1803) | 199 | 329 |

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