

证券研究报告—动态报告

社会服务

教育

美吉姆(002621)

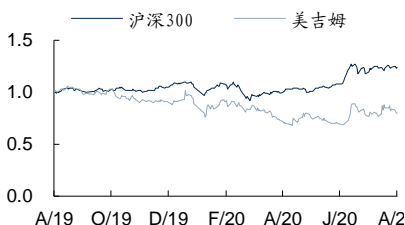
增持

2020年中报点评

(维持评级)

2020年08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)	827/764
总市值/流通(百万元)	5,886/5,440
上证综指/深圳成指	3,350/13,535
12个月最高/最低(元)	13.18/6.07

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

疫情冲击早教经营承压, 龙头引领集中度提升

● 疫情影响, 2020H1 归母净利润同比下滑 167%

2020H1, 受疫情停课冲击, 公司实现营收 1.27 亿元/-54%, 归母净利润亏损 2282 万元/-167%, 扣非净利润亏损 2199 万元/-161%, EPS 为 -0.03 元。Q2 单季, 实现营收 6939 万元/-55%, 归母净利润亏损 1810 万元/-204%, 扣非归母净利润亏损 1845 万元/-192%。

● 疫情冲击下早教、留学培训经营承压, 制造业务由盈转亏

2020H1 各板块经营数据: 1) 早教业务: 天津美杰姆营收 5686 万元, -68%, 归母净利润 1734 万元/-81%。受国内疫情影响, 门店于 1 月 24 日全面停课, 至 6 月底, 复课门店超过 350 家, 复课比例达 65%, 但考虑业务非刚需性以及客户为低龄群体, 后续客流恢复仍需跟踪。门店数方面, 2020H1 美吉姆签约中心数为 535 家, 较年初逆势增长 11 家, 另外针对下沉市场, 新签约推出副牌小吉姆 8 家中心。2) 留学培训: 楷德教育营收 2060 万元/-3%, 净利润 399 万元/-45%, 海外疫情蔓延经营承压。3) 制造业务: 三垒科技实现营收 4869 万元/-35%, 归母净利润微亏 240 万元/-134%。2020H1 毛利率为 47.37%/-19.29pct, 早教/留学培训/制造业务毛利率分别下滑 7.07/10.61/23.36pct。期间费率同增 20.56pct, 管理/销售费率增 17.53/4.38pct, 与员工薪酬以及租金成本相对刚性有关, 财务/销售费率降 1.28/0.08pct。

● 剥离制造业务聚焦早教赛道, 龙头有望引领行业集中度提升

公司已将制造业子公司三垒科技剥离至体外, 近期公司原董事长陈鑫辞职, 美杰姆创始人刘俊君将出任新董事长, 未来上市公司战略重心聚焦早教业务态度较为明确。受本次疫情停业影响, 早教行业部分中小机构因资金断裂停业或跑路, 而公司依托品牌知名度以及上市公司平台的资金优势, 借机整合优质物业资源, 有望引领行业加速集中。

● 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。

暂不考虑前期定增、兼顾疫情影响, 预计公司 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

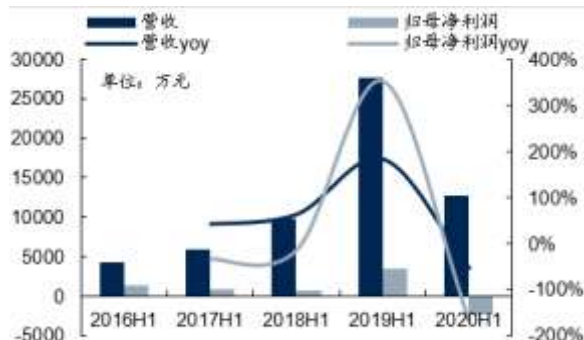
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

受疫情影响，2020H1 归母净利润同比下滑 167%

2020H1，受疫情停课冲击，公司实现营收 1.27 亿元，同比下滑 54.12%，归母净利润亏损 2281.82 万元，同比下滑 166.58%，扣非净利润亏损 2199.17 万元，同比下滑 160.56%，EPS 为-0.03 元。

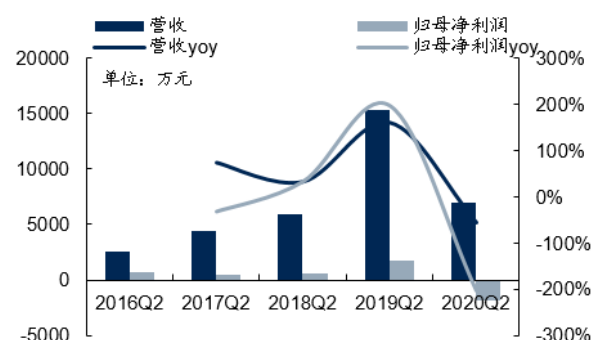
Q2 单季，实现营收 6938.92 万元，同比下滑 54.61%，归母净利润亏损 1810.49 万元，同比下滑 204.19%，扣非归母净利润亏损 1845.29 万元，同比下滑 192.39%。

图 1：美吉姆上半年收入业绩及增速



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 Q2 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

疫情冲击下早教、留学培训经营承压，制造业务由盈转亏

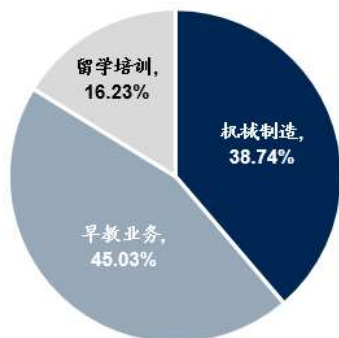
公司业务整体分为三部分：**早教业务**、**留学培训**以及**传统制造业务**，其中早教业务由子公司天津美杰姆运营，留学培训为子公司楷德教育，而传统制造业务则来自子公司三垒科技，各板块经营拆分如下：

1、早教业务：2020H1，天津美杰姆实现营业收入 5686.26 万元，同比下滑 67.93%，实现归母净利润 1733.99 万元，同比下滑 81.17%，主要系疫情背景下门店停课以及免除门店中心初始加盟费所致。**门店经营端**，受国内疫情爆发影响，公司于 1 月 24 日率先作出全面停课安排，但 5 月下旬开始，公司早教门店陆续复课，截至 6 月底，复课门店超过 350 家，复课比例超过 65.42%（复课门店/签约总数），考虑培训受众主要为婴幼儿，开业初期家长上课态度也会相对谨慎，后续需跟踪门店复课后客流恢复情况。**门店数方面**，2020H1 美吉姆签约中心数为 535 家，较年初逆势增长 11 家，另外针对下沉三四线城市市场，推出副牌小吉姆，上半年新签约 8 家中心。此外，1 月 29 日推出线上业务，保持客户粘性，截至报告期内，线上用户总数达到近百万人，其中 80%以上为新注册用户。

2、留学培训：2020H1，子公司楷德教育实现营业收入 2059.82 万元，同比下滑 3.17%，净利润 398.66 万元，同比下滑 44.97%，受海外尤其为美国 Q2 疫情蔓延影响，海外留学市场遇冷，虽积极探索线下转线上可能性，但整体有所承压，后续经营改善需关注海外疫情情况以及对应国家的入境管制措施。

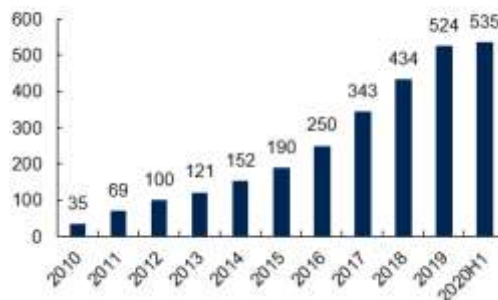
3、制造业务：2020H1，制造业务子公司三垒科技实现营业收入 4868.60 万元，同比下滑 34.74%，归母净利润微亏 239.57 万元，同比下滑 133.76%，疫情停工影响下，经营由盈转亏。8 月 21 日，公司公告将子公司三垒科技剥离至上市公司体外，后续公司将聚焦于教育主业。

图 3：2020H1 美吉姆收入拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

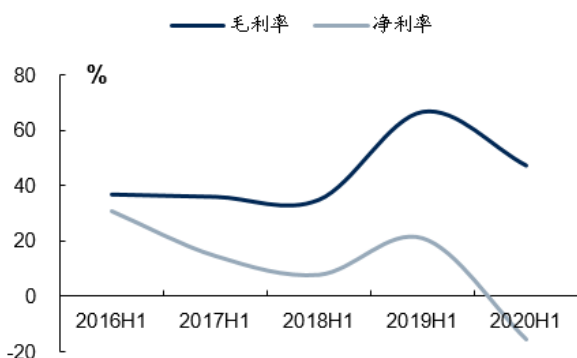
图 4：早教子公司天津美杰姆门店数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

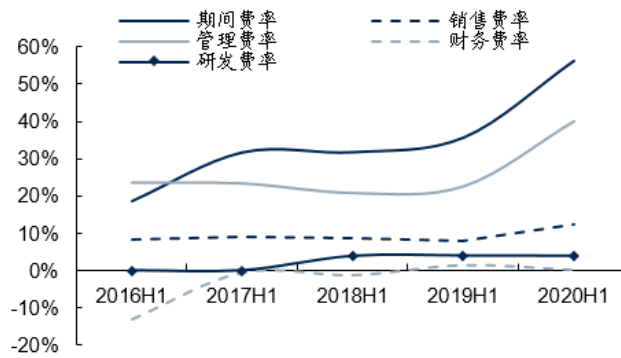
综合来看，2020H1 年公司毛利率为 47.37%，同比下滑 19.29pct，受疫情停工影响，各项业务毛利率均受到影响，其中早教业务毛利率下滑 7.07pct，留学培训业务下滑 10.61pct，传统制造业务毛利率下滑 23.36pct。期间费用率同比上升 20.56pct，其中管理/销售费率分别增 17.53/4.38pct，两项费率大幅提升预计主要与员工薪酬以及租金成本相对刚性有关，财务/销售费率降 1.28/0.08pct。

图 5：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 6：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

剥离制造业务聚焦早教赛道，后疫情时代龙头有望引领集中度提升

剥离制造业务，公司未来战略发展方向进一步明确。2020 年 8 月 21 日晚，公司公告将全资制造业子公司三垒科技 100% 股权以 2.49 亿元人民币价格成功转让给俞建模和金秉铎，交易完成后上市公司美吉姆将不再持有三垒科技股权。根据最新的 2020 年中报，传统制造业务收入占比为 38.74%，但毛利率仅为 21.85%，大幅低于教育业务毛利率 41.65pct。本次将传统业务剥离至体外，上市公司体外业务仅剩早教与留学培训业务，且 8 月 10 日公司原董事长陈鑫辞职，早教子公司美杰姆创始人刘俊君将出任公司董事长，整体来看未来上市公司战略重心聚焦早教业务态度较为明确，创始人掌舵下公司有望迎来新一轮成长期。

疫情冲击行业整体承压，龙头品牌有望引领行业集中度提升。在年初新冠疫情冲击下，整个线下教育行业基本处于停摆状态，相较于 K12 行业，早教行业受到疫情冲击更为明显，前者可以通过线下转线上模式缓冲疫情停课影响，而早教培训客户群体偏低龄化，教学场景线上化较难。目前国内疫情基本得到控制，各地 K12 机构陆续复课，但考虑婴幼儿抵抗力相对较弱，早教门店客户家长预计态度仍较为谨慎，后续尚需跟踪客流恢复进展。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

暂不考虑前期定增对股本影响，考虑疫情影响，制造业务整体业绩体量较小，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，短期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 20-08-28	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2018
002607	中公教育	买入	36.32	0.29	0.38	0.51	124.13	96.24	71.85	32.14
300010	豆神教育	买入	19.62	0.04	-0.07	0.35	556.87	-296.55	55.92	3.35
300192	科斯伍德	增持	26.44	0.33	0.61	0.76	80.12	43.35	34.66	4.17
000526	紫光学大	增持	69.20	0.14	-0.38	0.87	494.29	-183.65	79.62	30.17

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

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.20	-0.18	0.23	0.30
每股红利	0.03	0.00	0.05	0.06
每股净资产	2.28	2.83	3.02	3.26
ROIC	9%	4%	8%	10%
ROE	9%	-7%	8%	9%
毛利率	69%	61%	69%	71%
EBIT Margin	39%	18%	33%	37%
EBITDA Margin	42%	32%	40%	43%
收入增长	137%	-37%	92%	22%
净利润增长率	279%	-253%	226%	29%
资产负债率	68%	31%	30%	29%
息率	0.5%	0.0%	1.1%	1.4%
P/E	35.0	-38.4	30.4	23.7
P/B	3.1	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	22.8	57.4	23.7	18.4

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