安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 03 月 16 日

洪涛股份（002325.SZ）

公司快报

证券研究报告

建筑装修Ⅲ

进军职业教育迈出实质性步伐

■**事项：**公司通过股权转让以 2.35 亿元对价取得北京尚学跨考教育科技有限公司 70%股权，并与原股东张爱志、曹先仲、张文平按所持股权比例对标的公司增资合计 1792.11 万元。跨考 2014 年收入 1.47 亿元，净利润 1732 万元，2015-2017 年承诺业绩 3500/4600/6000 万元，收购对应 2015 年 9.6 倍 PE。

■**收购跨考教育，在线职业教育业务迈出实质性步伐：**国务院《关于加快发展现代职业教育的决定》提出：2020 年中等职业教育在校生达到 2350 万人，专科层次职业教育在校生达到 1480 万人，从业人员继续教育达到 3.5 亿人次；职业教育市场空间广阔。跨考教育成立于 2008 年，是国内考研培训领导品牌，建成 2 大全日制教学基地、5 大网站和 2 大线上教育直播平台，每年覆盖 30 万考研用户，服务约 1.5 万学员。公司此次收购将使 2015/2016 业绩均增厚约 10%，并获得其职业培训品牌“锐职”先进的教学产品体系和团队、移动题库、O2O 服务平台、管理体系，布局在线职业教育迈出关键一步。

■**跨考教育与中装新网将产生协同效应：**公司 2014 年收购中装新网瞄准装饰职业教育蓝海，由于中装协是行业唯一的全国性组织，业内极具号召力和公信力，中装新网作为其职能平台将利用资源在教育培训认证的各环节充分降低成本、提高效率，而跨考教育积累了丰富的在线教育及 O2O 平台运营经验，并拥有本科三、四年级人群入口优势，双方资源整合将产生协同效应，打造建筑装饰行业职业在线教育培训和认证平台极具竞争优势。装饰职业教育存量市场规模达 260-300 亿元，公司力争在未来市占率做到 30%，业绩提升潜力巨大。

■**全面发力职业教育培训市场：**公司定位职业教育整合者，围绕“用户、培训、认证、就业”构建产业布局，用户端借力跨考覆盖本专科院校，择机切入中职高职；培训端依托中装新网整合职业技术培训资源打造 O2O；认证端或将协力中装协构建职业资格认证体系；就业端有望借力国内人力资源巨头实现校企对接。

■**沿在线教育延伸潜力巨大：**公司增发募资中 2.2 亿用于补充流动资金，在手可用资金充裕（约 9 亿），未来有望通过持续收购和资源整合将职业教育延伸到会计、医学等行业，并拓展 K12/留学服务等领域，沿在线教育产业外延扩张潜力巨大。

■**投资建议：**我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.38/0.45/0.59 元（尚未考虑装饰电商盈利贡献），当前股价对应三年市盈率分别为 34/28/22 倍。未来公司主业有望回暖，依托中装新网和跨考开拓职业教育潜力巨大，考虑当前在线教育标的可比估值，给予 18 元目标价（2015 年 40 倍 PE），维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**新业务开展进度低于预期风险；应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,841.7	3,545.7	3,343.9	4,046.1	5,179.0
净利润	204.5	279.5	301.1	362.5	470.6
每股收益(元)	0.26	0.35	0.38	0.45	0.59
每股净资产(元)	1.86	2.29	3.67	4.06	4.58

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	49.4	36.1	33.5	27.9	21.5
市净率(倍)	6.8	5.5	3.4	3.1	2.8
净利润率	7.2%	7.9%	9.0%	9.0%	9.1%
净资产收益率	13.7%	15.2%	10.2%	11.1%	12.8%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	35.9%	27.1%	20.8%	26.2%	24.2%

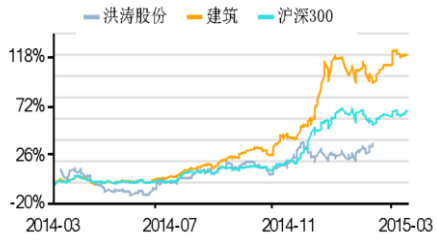
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	18 元
股价（2015-03-13）	12.60 元

交易数据

总市值（百万元）	10,095.55
流通市值（百万元）	6,264.17
总股本（百万股）	801.23
流通股本（百万股）	497.16
12 个月价格区间	7.64/12.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.51	10.97	-25.51
绝对收益	16.77	24.26	43.51

杨涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

报告联系人
宋易潞 021-68766750
songyl@essence.com.cn

相关报告

公装温和放缓，职业教育和建材 B2B 业务快速推进	2014-10-30
盈利强劲增长，多维创新全速推进	2014-08-28
装饰产业多维创新，在线职教稳步推进	2014-08-22

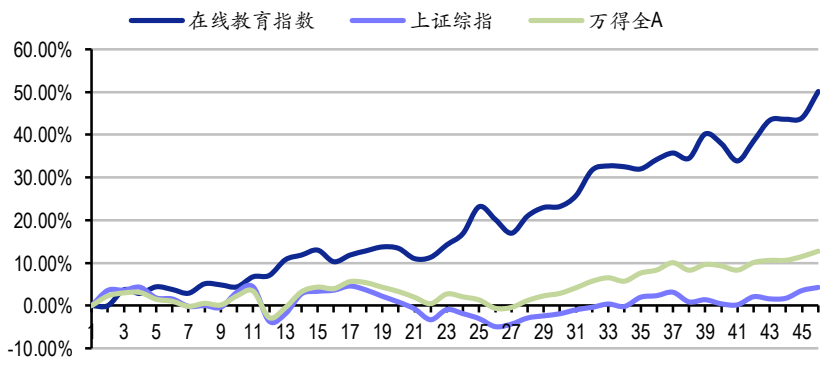
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：在线教育标的估值

		EPS（元）			PE（倍）		
股票名称	股价（元）	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
全通教育	222.31	0.58	1.19	2.42	380	187	92
科大讯飞	43.00	0.52	0.73	1.04	82	59	42
新南洋	39.89	0.26	0.40	0.55	156	99	73
汉得信息	37.82	0.34	0.47	0.64	111	80	59
立思辰	33.88	0.38	0.53	0.72	89	64	47
方直科技	23.93	0.19	0.25	0.34	123	94	71
世纪鼎利	22.46	0.16	0.51	0.61	144	44	37
天喻信息	20.89	0.23	0.40	0.54	90	53	39
华平股份	18.27	0.27	0.43	0.60	67	42	30
平均					138	80	54

数据来源：安信证券研究中心　注:股价为 2015/3/13 日收盘价, EPS 为 WIND 一致预期

图 1：在线教育板块年初以来涨幅



数据来源：wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

附录：跨考教育介绍

1、经营模式：立足考研培训，探索 O2O 及职业教育

公司主营业务为考研培训收入。特别擅长辅导跨专业、跨学校考研的学生。业务涵盖走读面授、全日制集训、网校、图书、杂志、直播 6 大服务体系。2014 年，跨考教育实现营业收入 1.5 亿元，净利润 1732 万元。跨考教育每年服务 1.5 万学员（人均费用 1 万元/人）。

公司通过 O2O 模式加速发展。线下资源主要为 10 所直营、150 所二三级城市的加盟分校。为用户提供走读、全日制集训、封闭式魔鬼训练营等多种形式培训服务。线上主要布局在线题库、O2O 直播系统等。2013 年有 70%用户来自线上，且 80%用户服务由线上完成。跨考教育正通过题库、移动站布局扩大用户（200 万人/年）、降低营销成本，通过 O2O 系统及直播系统提高课程效率、降低服务成本，同时提高 VIP 客户的转化率，每年可服务 10 万考研学员。

此外，公司还创立新品牌，探索新的业务模式和领域，将现有考研领域延伸至职业教育领域。2014 年，公司进行战略变革，成立“锐职”，与原跨考网共享教学资源，但独立运营，专注于线上教育。该品牌资产包括：跨考网校（kuakao.net）、教材、图书、《求学考研》自媒体。未来，锐职的在线产品如直播、题库等都将独立域名。该品牌只开展线上业务，布局直播、题库等产品线。从考研领域逐步拓展到职业培训领域。抢占二三线城市市场。

未来跨考品牌继续专注于考研领域，考虑采取 O2O 的模式整合线下资源，对传统业务进行变革。线上线下一起抓。未来跨考分校将推出小班组，布置的作业将在 O2O 系统里完成，在实现个性化教学的同时，成本有望降低。

图 2：跨考网校（专注于线上）

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 3：跨考考研网（综合性门户）

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 4：研题库（手机 APP、线上题库）

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 5：考研综合论坛（BBS）

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2、竞争优势：专注+独创+资源+O2O 经验

1）考研培训细分领域的龙头。致力于为大学生提供高端学历与职业提升整体解决方案，跨考已成为全国考研培训领导品牌，累计培养成功学员超过 50 万人。国内考研培训招生规模最大的教育机构，其中北大资源校区以 3600 人的暑期集训规模领跑业界。

2）业内独创众多培训模式。跨考教育是全国第一家开创专业课、魔鬼集训营、专业硕士、复试辅导、移动题库模式的教育机构，这些创新模式引领者考研培训行业的风向。

3）资源丰富，拥有先进的教学团队和产品体系。整合国内顶级教育资源，与中国科学院大学、中央教育科学研究院、百度校园、中国陶行知教育基金会等机构常年携手合作。教学团队经验丰富，业内领先，并拥有多年积累的题库、视频、数据等大量资源。

4）O2O 运营经验丰富。积累了丰富的在线教育及 O2O 平台运营经验，包括用户体验、产品开发及服务、技术开发等。开发了研题库等移动端 APP，在移动互联网布局方面具有先发优势。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 03 月 15 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2,841.7**	**3,545.7**	**3,343.9**	**4,046.1**	**5,179.0**
减:营业成本	2,325.7	2,892.5	2,721.9	3,293.5	4,213.1
营业税费	95.3	117.2	110.3	133.5	170.9
销售费用	62.4	69.0	50.2	64.7	88.0
管理费用	64.1	64.9	56.8	72.0	93.2
财务费用	-7.7	-0.6	-7.2	-10.8	-10.4
资产减值损失	27.1	63.7	52.0	60.0	65.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**274.8**	**339.0**	**359.8**	**433.1**	**559.1**
加:营业外净收支	0.8	1.5	0.8	1.0	1.1
利润总额	**275.5**	**340.5**	**360.6**	**434.1**	**560.2**
减:所得税	71.0	61.0	59.5	71.6	89.6
净利润	**204.5**	**279.5**	**301.1**	**362.5**	**470.6**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	441.1	348.8	1,559.7	1,313.3	1,452.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,445.1	2,654.6	1,246.6	3,473.8	2,712.2
应收票据	26.4	25.7	20.9	37.8	36.6
预付帐款	307.2	203.4	250.2	298.7	426.9
存货	9.4	31.7	10.6	37.6	24.7
其他流动资产	0.5	0.9	3.0	1.5	1.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
固定资产	118.7	239.8	274.6	311.1	349.3
在建工程	98.7	37.8	37.8	37.8	37.8
无形资产	28.0	68.5	66.4	64.3	62.3
其他非流动资产	19.1	65.0	32.2	38.8	45.3
资产总额	**2,497.2**	**3,678.9**	**3,504.7**	**5,617.5**	**5,151.7**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	718.1	1,461.1	189.4	1,979.5	829.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	289.4	384.1	320.8	268.3	477.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**1,007.4**	**1,845.2**	**510.1**	**2,247.8**	**1,307.0**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	460.4	704.5	801.6	801.6	801.6
留存收益	1,029.4	1,129.2	2,141.0	2,456.2	2,866.1
股东权益	**1,489.7**	**1,833.7**	**2,942.6**	**3,257.8**	**3,667.7**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	31.1%	24.8%	-5.7%	21.0%	28.0%
营业利润增长率	53.6%	23.4%	6.1%	20.4%	29.1%
净利润增长率	50.2%	36.7%	7.7%	20.4%	29.8%
EBITDA 增长率	61.5%	28.3%	3.9%	20.0%	29.7%
EBIT 增长率	61.0%	26.7%	4.2%	19.8%	29.9%
NOPLAT 增长率	57.3%	40.2%	6.0%	19.8%	30.7%
投资资本增长率	86.2%	38.0%	-4.9%	41.2%	13.9%
净资产增长率	14.3%	23.1%	60.5%	10.7%	12.6%
利润率					
毛利率	18.2%	18.4%	18.6%	18.6%	18.7%
营业利润率	9.7%	9.6%	10.8%	10.7%	10.8%
净利润率	7.2%	7.9%	9.0%	9.0%	9.1%
EBITDA/营业收入	9.6%	9.9%	10.9%	10.8%	11.0%
EBIT/营业收入	9.4%	9.5%	10.5%	10.4%	10.6%
运营效率					
固定资产周转天数	11	18	28	26	23
流动营业资本周转天数	74	94	113	117	122
流动资产周转天数	256	279	342	367	341
应收帐款周转天数	150	208	210	210	215
存货周转天数	2	2	2	2	2
总资产周转天数	285	314	387	406	374
投资资本周转天数	100	124	149	145	141
投资回报率					
ROE	13.7%	15.2%	10.2%	11.1%	12.8%
ROA	8.2%	7.6%	8.6%	6.5%	9.1%
ROIC	35.9%	27.1%	20.8%	26.2%	24.2%
费用率					
销售费用率	2.2%	1.9%	1.5%	1.6%	1.7%
管理费用率	2.3%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%
财务费用率	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
三费/营业收入	4.2%	3.8%	3.0%	3.1%	3.3%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	50.2%	14.8%	40.8%	26.3%
负债权益比	67.6%	100.6%	17.3%	69.0%	35.6%
流动比率	2.21	1.77	6.06	2.30	3.56
速动比率	2.20	1.75	6.04	2.28	3.54
利息保障倍数	-34.75	-604.79	-49.30	-39.22	-52.95
分红指标					
DPS(元)	0.03	0.04	0.05	0.06	0.08
分红比率	13.5%	12.6%	13.0%	13.0%	12.9%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	204.5	279.5	301.1	362.5	470.6
加:折旧和摊销	10.8	12.7	12.3	15.5	18.9
资产减值准备	27.1	63.7	52.0	60.0	65.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	1.9	-7.2	-10.8	-10.4
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-351.5	-385.8	82.9	-587.1	-300.1
经营活动产生现金流量	**-150.4**	**-229.7**	**441.2**	**-159.9**	**244.0**
投资活动产生现金流量	**-105.6**	**-114.2**	**-45.0**	**-50.0**	**-55.0**
融资活动产生现金流量	**-34.8**	**251.5**	**814.7**	**-36.4**	**-50.3**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.26	0.35	0.38	0.45	0.59
BVPS(元)	1.86	2.29	3.67	4.06	4.58
PE(X)	49.4	36.1	33.5	27.9	21.5
PB(X)	6.8	5.5	3.4	3.1	2.8
P/FCF	-37.3	-90.9	31.7	-40.0	71.7
P/S	3.6	2.8	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	24.1	18.1	23.3	20.0	15.1
CAGR(%)	21.0%	19.0%	30.3%	21.0%	19.0%
PEG	2.3	1.9	1.1	1.3	1.1
ROIC/WACC					
REP					

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。