

汇冠股份 (300282)

—布局教育信息化产业，打造智能教育服务生态圈！

行业名称	电子
投资建议	买入
当前价格:	35.25元
目标价格:	42.30元

投资要点:

拟非公开发行，8.06亿元收购教育信息化企业恒峰信息

7月12日，公司公告，拟向刘胜坤、杨天骄等14名自然人及6家机构发行1912.54万股及支付现金2.42亿，用于购买其持有恒峰信息100%股权（交易总价8.06亿元，对应16年承诺业绩15.5x）。同时，向不超过5名特定投资者发行股份募配不超过5.17亿。交易对方承诺恒峰信息2016/17/18年扣非归母净利润分别不低于5200万/6500万/8100万。

教育信息化行业：市场空间广阔，未来有望加速整合

近年来，国家高度重视教育信息化建设，教育信息化已上升为国家级战略。在产业政策的大力扶持下，教育信息化行业获得了广阔的发展空间和有序的发展路径，我们预测2016年B端教育信息化市场空间将达到约2420亿元。C端的在线教育消费需求增加，“互联网+教育”蓝海潜力巨大。此外，教育信息化行业格局高度分散，我们认为在完成教育信息化初期建设之后将对教育信息化的服务质量和内容提出更高要求，未来有望加速整合。

恒峰信息：“智慧教育”领跑者，教育信息化解决方案提供商

恒峰信息成立于2003年，长期为学校及教育管理部门等提供教育信息化综合解决方案、教育软件服务。目前已累计服务K12学校2300余所，年覆盖学生250万左右，累计服务职业院校110余所，年覆盖学生130万以上。公司业务包含“三通两平台”集成业务、教学实训平台业务、软件销售业务等，15年实现营收1.40亿元，同比增长53.3%，净利润2398.36万元，同比增长14.57%。

布局教育信息化产业，打造智能教育服务生态圈！

此次收购恒峰信息将实现多方优势资源互补，顺应教育信息化行业快速发展需求。具体来看：①布局教育信息化，抢占行业先机；②实现三方优势整合，教育设备、内容、资源等多方深度融合；③打造智能教育服务生态圈，实现转型目标；④提升盈利能力。

首次覆盖，给予“买入”评级

假设本次定增事项与今年底完成，我们预计公司16-18年EPS分别为0.55元、0.82元、0.89元，当前股价对应PE分别为64x，43x，40x。

风险提示：收购进展不达预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	221/171
流通A股市值 (百万元)	6,054
每股净资产 (元)	5.46
资产负债率 (%)	38.40
一年内最高/最低 (元)	69.32/15.35

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	823.77	1,635.73	1,881.09	2,481.80	2,857.29
增长率 (%)	580.17%	98.57%	15.00%	31.93%	15.13%
EBITDA (百万元)	53.55	-25.33	166.36	281.42	304.85
净利润 (百万元)	11.16	-111.46	121.59	211.53	229.37
增长率 (%)	-226.10%	-1,098.81%	-209.08%	73.97%	8.43%
EPS (元/股)	0.05	-0.51	0.55	0.82	0.89
市盈率 (P/E)	696.51	-69.73	63.93	42.85	39.52
市净率 (P/B)	5.77	6.30	5.80	5.77	5.06
EV/EBITDA	58.67	-292.03	49.60	29.68	31.32

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

正文目录

1. 收购恒峰信息切入教育信息化领域.....	4
1.1. 作价 8 亿元收购教育信息化提供商恒峰信息.....	4
1.2. 汇冠股份：智能终端部件整体提供商.....	5
2. 教育信息化行业：市场空间广阔，未来有望加速整合.....	7
2.1. 顶层设计力挺+C 端需求旺盛构建千亿级市场空间.....	7
2.2. 竞争格局高度分散，未来有望加速整合.....	10
3. 恒峰信息：“智慧教育”领跑者，教育信息化解决方案提供商.....	12
3.1. “三通两平台”集成业务.....	13
3.2. 教学实训平台集成业务.....	16
3.3. 其他业务.....	17
3.4. 15 年营收净利快速增长，业绩承诺 CAGR 达 50%.....	17
4. 布局教育信息化产业，打造智能教育服务生态圈！.....	18
5. 盈利预测与估值.....	19

图表目录

图表 1: 各交易对方的交易对价、支付方式及金额的具体情况.....	4
图表 2: 收购前后公司股权结构变化情况.....	5
图表 3: 募投资金用途.....	5
图表 4: 智能终端主要部件类型及代表厂商.....	6
图表 5: 汇冠股份主要业务及产品.....	6
图表 6: 汇冠股份营业收入情况.....	6
图表 7: 汇冠股份归母净利情况.....	6
图表 8: 精密期间 15 年营收占比 81%.....	7
图表 9: 汇冠股份近几年毛利率净利率呈下降趋势.....	7
图表 10: 我国与教育信息化产业相关的政策.....	7
图表 11: “三通两平台”是教育信息化核心工程.....	8
图表 12: “互联网+教育”全方位改变教育方式.....	8
图表 13: 全国教育经费总投入占 GDP 比重超 5%.....	10
图表 14: 16 年教育信息化经费投入将接近 3000 亿元.....	10
图表 15: 2015-16 年 K12 家长选择教育类产品情况.....	10
图表 16: 家庭教育文化娱乐总支出.....	10
图表 17: 教育信息化行主要包括电信运营商、技术提供商和内容提供商.....	11
图表 18: A 股几大教育信息化行业公司营业收入规模较小.....	12
图表 19: 恒峰信息业务构成情况.....	12
图表 20: 恒峰信息“三通两平台”集成业务的基本内容.....	13
图表 21: 恒峰信息区域智慧教育解决方案示意图.....	15
图表 22: 智慧校园解决方案示意图.....	15
图表 23: 翻转课堂教学系统示意图.....	15
图表 24: 恒峰信息学科教学平台.....	16
图表 25: 恒峰信息教师成长（协作备课）系统示意图.....	16
图表 26: 教学实训平台构成内容.....	17
图表 27: “创课”机器人解决方案.....	17
图表 28: 15 营收增长 53%; 承诺净利 CAGR 达 50%.....	18
图表 29: 15 年毛利率、净利率均大幅改善.....	18
图表 30: 2015-2019 年公司原主业部分盈利预测（单位百万）.....	19

图表 31: 恒峰信息盈利预测情况.....	19
图表 32: 财务预测摘要.....	21

1. 收购恒峰信息切入教育信息化领域

1.1. 作价 8 亿元收购教育信息化提供商恒峰信息

公司拟向刘胜坤、杨天骄等 14 名自然人及云教投资等 6 家机构发行 1912.54 万股股份及支付现金 2.42 亿元，用于购买其持有的恒峰信息 100% 股权（交易总作价 8.06 亿元，对应 15 年业绩为 31.3x，对应 16 年承诺业绩 15.5x），发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 29.50 元/股。同时，拟以询价方式向不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 5.17 亿元（2.67 亿元用于支付购买标的资产的现金对价、2.5 亿元用于建设智慧教育云计算数据中心建设与运营项目）。

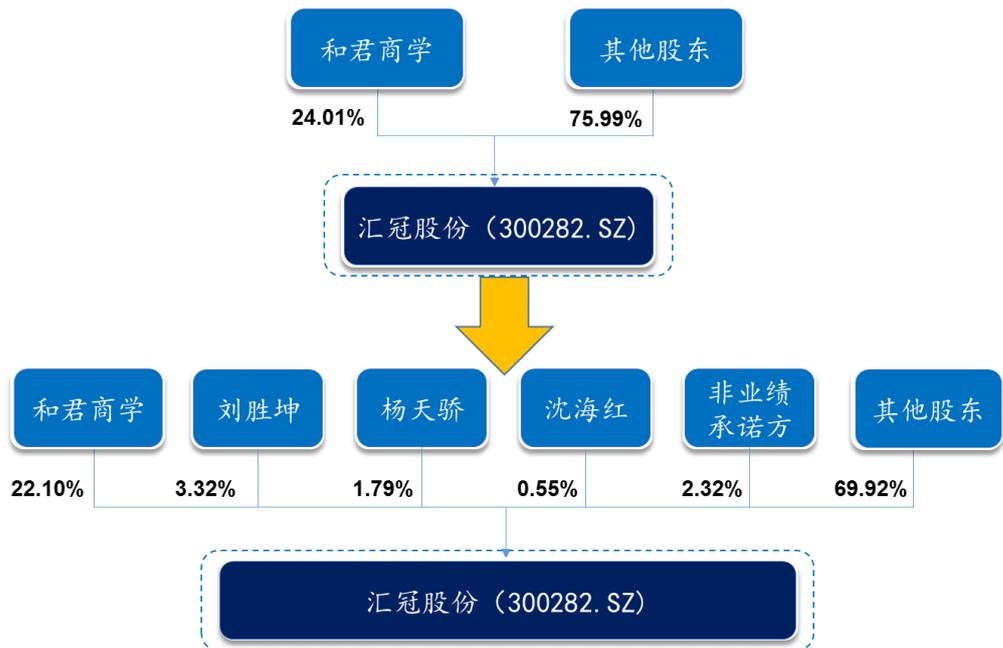
交易完成后，控股股东和君商学持股比例由 24.01% 变更为 22.10%，实际控制人未发生变更。交易对方承诺恒峰信息 2016/17/18 年度扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于 5200 万/6500 万/8100 万。

图表 1: 各交易对方的交易对价、支付方式及金额的具体情况

交易对方	在标的公司的持股比例	交易对价 (万元)	对价支付方式及金额		
			现金对价金额 (万元)	股份对价金额 (万元)	股份对价数量 (万股)
刘胜坤	32.0846%	25278.94	1802.59	23476.35	795.81
杨天骄	16.6106%	12646.58	-	12646.58	428.70
云教投资	8.7234%	14082.04	14082.04	-	-
沈海红	6.2380%	5489.87	1568.54	3921.34	132.93
其他	36.34%	23102.56	6726.83	16375.73	555.11
合计	100.00%	80600.00	24180.00	56420.00	1912.54

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 2: 收购前后公司股权结构变化情况



来源: 公司公告, 天风证券研究所

本次公司募集的配套资金总额不超过 5.17 亿元, 其中 2.42 亿元用于支付购买恒峰信息股权的现金对价, 0.25 亿元用于支付中介机构费用和其他交易税费, 2.5 亿元用于建设智慧教育云计算数据中心建设与运营项目。

图表 3: 募投资金用途

项目	拟投入募集资金
1 支付现金对价及相关费用	2.67 亿元
2 智慧教育云计算数据中心建设与运营	2.5 亿元
合计	5.17 亿元

来源: 公司公告, 天风证券研究所

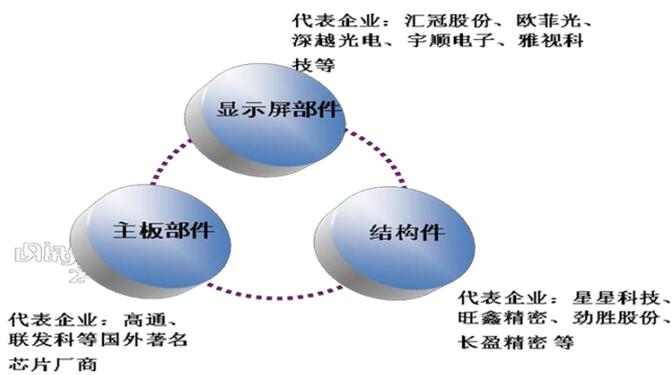
智慧教育云计算数据中心建设与运营项目包括: ①云数据中心的基础设施建设, ②教育大数据分析挖掘平台、③慕课教学平台、④智慧课堂云平台、⑤智慧教学资源云平台、⑥智慧教育 U+ 平台、⑦学科质量分析监控平台等教育应用系统的研发和建设, ⑧教育资源设计与开发, 及其⑨教育应用系统运营服务。项目建成后, 将为教育用户提供各种教育教学支撑平台及在线教育运营服务。

1.2. 汇冠股份: 智能终端部件整体提供商

公司原主业主要有信息交互业和精密制造业两大业务板块, 业务涵盖智能终端的显示屏部件与结构件生产、研发、销售, 是智能终端部件整体提供商。其中, (1)信息交互业是公司传统优势业务, 产品主要包括红外触摸屏、光学触摸屏、交互式电子白板及配套智能教学软件, 致力于为教育、金融、交通、零售、娱乐、电信、医疗、

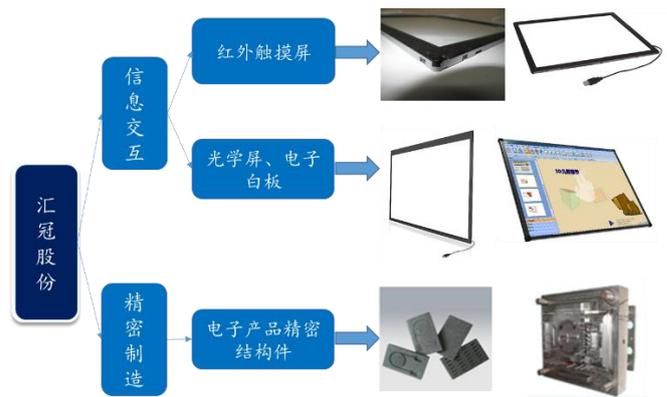
工控等多个行业提供信息交互解决方案，截止 2015 年底公司在红外及光学影像触摸技术方面拥有国内专利 222 项，国外专利 11 项。(2)公司 14 年收购旺鑫精密布局精密制造业，主要包括手机、消费类电子等产品的精密结构件的研发、生产和销售。旺鑫精密“精于研发、专于制造”，旗下设有工程技术中心、模具设计和研发中心，截至 2015 年底拥有专利 26 项以及平湖、龙岗、塘厦三大生产基地，同华为、HTC、联想等知名企业进行深度合作，具备较强的智能设备规模化配套量产能力。

图表 4: 智能终端主要部件类型及代表厂商



来源：公司公告，天风证券研究所

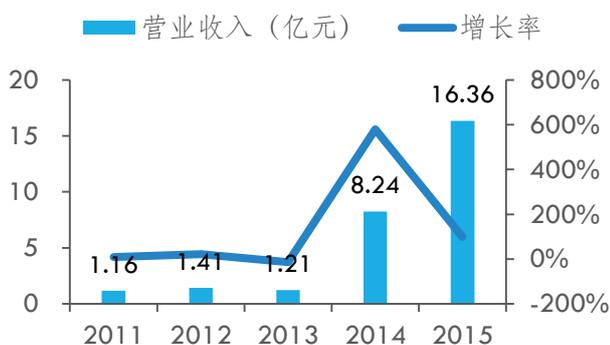
图表 5: 汇冠股份主要业务及产品



来源：公司公告，天风证券研究所

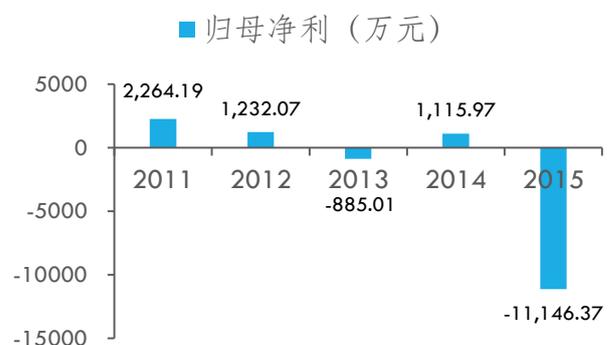
财务方面，由于将旺鑫精密纳入合并报表，公司 2015 年实现营业收入 16.36 亿元，同比增长 98.57%。由于计提 2014 年收购旺鑫精密股权形成的商誉减值 1.93 亿元，公司净利润-1.11 亿元；扣除商誉减值影响后，公司 2015 年度净利润约为 8,200 万元，同比大幅上升。16Q1 公司实现营业收入 3.27 亿元，下降 11.3%；归母净利润 1857 万元，同比上升 70.8%。

图表 6: 汇冠股份营业收入情况



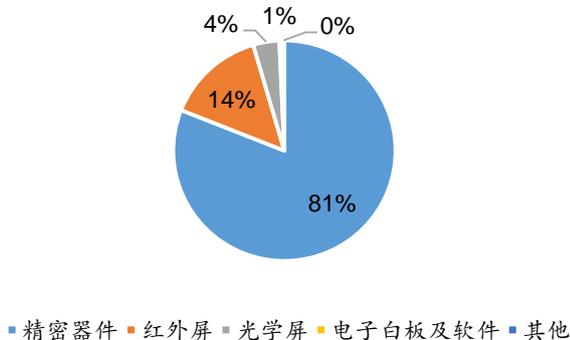
来源：wind 天风证券研究所

图表 7: 汇冠股份归母净利润情况



来源：wind 天风证券研究所

图表 8: 精密期间 15 年营收占比 81%



来源: wind 天风证券研究所

图表 9: 汇冠股份近几年毛利率净利率呈下降趋势



来源: wind 天风证券研究所

2. 教育信息化行业: 市场空间广阔, 未来有望加速整合

2.1. 顶层设计力挺+C 端需求旺盛构建千亿级市场空间

➤ 政策力挺教育信息化建设

教育信息化是指在教育中普遍运用现代信息技术, 开发教育资源, 优化教育过程, 以培养和提高学生的信息素养, 促进教育现代化的过程。近年来, 国家高度重视教育信息化建设, 教育信息化已上升为国家级战略。

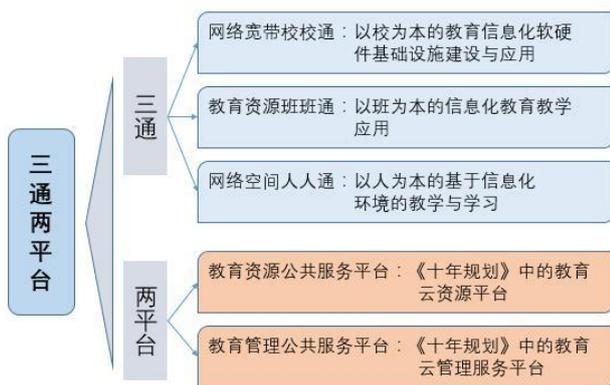
图表 10: 我国与教育信息化产业相关的政策

时间	文件名	内容
2010 年 7 月	教育部出台《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》	将加快教育信息化进程专设一章, 并将国家教育信息化工程作为十个重大发展项目之一。
2011 年 6 月	《国务院关于进一步加大对财政教育投入的意见》	到 2012 年实现国家财政性教育经费支出占国内生产总值比例达到 4% 的目标
2012 年 9 月	全国教育信息化工作电视电话会议	刘延东提出“十二五”期间, 要建设好“三通两平台”这个教育信息化建设的核心目标与标志工程, 教育信息化以“三通两平台”为标志的建设工程在全国普遍实施。
2014 年 11 月	《构建利用信息化手段扩大优质教育资源覆盖面有效机制的实施方案》	提出“三通两平台”建设的总体目标和阶段目标, 到 2017 年全国基本实现各级各类学校宽带网络接入, 基本建成数字教育资源与公共服务体系; 网络学习空间应用普及化, 教师普遍应用网络学习空间开展研修、备授课、批改作业, 学生普遍应用网络学习空间开展自主学习, 所有教师和初中以上学生基本实现“人人通”。到 2020 年, 全面完成教育规划纲要和教育信息化十年发展规划提出的教育信息化目标任务。
2015 年 9 月	《关于“十三五”期间全面	全面深化‘三通两平台’建设, 提升教育信息化应用水平, 拓

月	深入推进教育信息化工作的指导意见(征求意见稿)	展教育信息化应用广度与深度,鼓励教师、学生、家长积极应用网络学习空间; 以“人人通”的广泛、深度应用进一步体现“校校通”、“班班通”的综合效能。
2015年12月	《巩固成果,开拓创新,以教育信息化全面推动教育现代化》	“三通两平台”工程是“十二五”教育信息化工作的核心任务,启动三年来进展迅速,总体上超出了预期目标。未来要“全面推进‘优质资源班班通’,基本建成数字教育资源公共服务体系。‘网络学习空间人人通’更加普及、深入,为学习者提供方便快捷的资源服务,基本形成与学习型社会相适应的信息化服务体系。
2016年6月	《教育信息化“十三五”规划》	发布的按照“服务全局、融合创新、深化应用、完善机制”的原则,提出了8条主要任务和5条保障措施。国家一系列鼓励教育信息化行业发展的产业政策,为行业发展建立了良好的政策环境。

来源:互联网整理,天风证券研究所

图表 11:“三通两平台”是教育信息化核心工程



来源:公司公告,天风证券研究所

图表 12:“互联网+教育”全方位改变教育方式



来源:互联网,天风证券研究所

“三通两平台”是促进信息技术与教育教学的深度融合,通过信息技术的深化应用促进教与学的变革,提高人才培养的质量和效率,最终提升我国综合国力。具体内涵分析如下:

“宽带网络校校通”以校为本的教育信息化软硬件基础设施建设与应用,重点是从根本上解决各级各类学校的宽带接入问题;“优质资源班班通”以班为本的信息化教育教学应用,形成丰富的各级各类优质教学资源,并且将这些资源送到每一个班级,促进教学模式与教学方法创新;“网络学习空间人人通”以人为本的基于信息化环境的教与学,把技术和教育融合落实到每个教师和学生的日常教学和学习中,促进教学方式与学习方式的变革。“教育资源公共服务平台”指教育云资源平台,为各类教育资源的汇聚与共享提供支撑,为教育资源建设与应用提供机制与服务;“教育管理公共服务平台”指教育云管理服务平台,为各级各类学校提供校务管理服务,为地方各级教育行政部门提供教育基础信息管理和决策支持。

“校校通”基本普及,“班班通”实现多媒体教学模式的基本普及,教育管理

公共服务平台国家级和省级平台建设、五级应用格局基本形成。据教育部科技司统计，截止 2016 年 1 季度末，全国中小学（除教学点外）中，87.1%学校实现网络接入，配备多媒体教学设备普通教室 264 万间，占普通教室的 70.7%；35.0%的学校建有校本资源，42.0%的学校实现全部班级应用数字教育资源开展教学；师生实名空间开通数量超过 6000 万个，38.1%的学校开通了学校空间，493 万名教师应用空间开展网络教研，412 万名教师应用空间开展课堂教学。国家教育资源公共服务平台已实现 27 个地方平台互联互通，云服务体系注册用户 4555 万人。

根据教育部 2016 年 2 月下发的《2016 年教育信息化工作要点》，2016 年教育信息化工作中涉及“三通两平台”的核心目标是：1) 加快推进中小学校校通，实现全国中小学互联网接入率达到 95%，其中 10M 以上宽带接入比例达到 60%以上，基本实现全国中小学都拥有多媒体教学条件，普通教室全部配备多媒体教学设备的城镇和农村中小学比例分别达到 80%和 50%；2) 加快“班班通”和“人人通”建设，使网络学习空间开通数量超过 6500 万，80%以上的教师和 50%初中以上的学生拥有实名空间；3) 进一步完善国家和省级的资源公共服务平台和数据中心建设。

➤ 顶层设计持续加码+ C 端在线教育消费需求增加成驱动增长主要驱动力

上文我们例举了近几年来与教育信息化产业相关的政策，可以看出 2010 年以来，我国先后出台了发展纲要和规划以及其他政策性文件，形成了良好的政策环境，加快了教育信息化建设的步伐。这些产业政策确立并提高了教育信息化的战略地位，对近期教育信息化工作进行了整体设计、全面部署。在产业政策的大力扶持下，教育信息化行业获得了广阔的发展空间和有序的发展路径。

此外，在财政投入方面，国家财政性教育经费持续增长，由 2010 年的 1.47 万亿元增长至 2014 年的 2.64 万亿元，CAGR 为 15.85%；其占 GDP 比重由 2010 年的 3.66%增长至 2014 年的 4.15%，体现了国家对教育领域的重视程度不断提高。考虑到《教育法》和《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》等要求国家财政性教育经费支出占 GDP 的比例随着国民经济的发展和财政收入的增长逐步提高，结合我国未来几年的 GDP 增长率，可以预计我国财政性教育经费未来将保持 7%左右的增长速度。

2016 年 B 端教育信息化市场空间约 2420 亿元。《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）要求建立经费投入保障机制，明确教育信息化经费在各级政府教育经费中的比例不低于 8%。2014 年全国教育经费总投入达 3.28 万亿元，同比增长 8.04%，其中，国家财政性教育经费为 2.64 万亿元，同比增长 7.89%，占 GDP 比例为 4.15%，第三次实现 4%的目标。假定①2016 年 GDP 增速为 6.45%，②国家财政性教育经费总投入占 GDP 比重为 4.2%，③教育信息化经费占各级政府教育经费 8%，则 2016 年我国教育信息化 B 端规模在 $676,708 * (1+6.45%) * 4.2% * 8% = 2420$ 亿元。

图表 13: 全国教育经费总投入占 GDP 比重超 5%



来源: 国家统计局, 教育部, 天风证券研究所

图表 14: 16 年教育信息化经费投入将接近 3000 亿

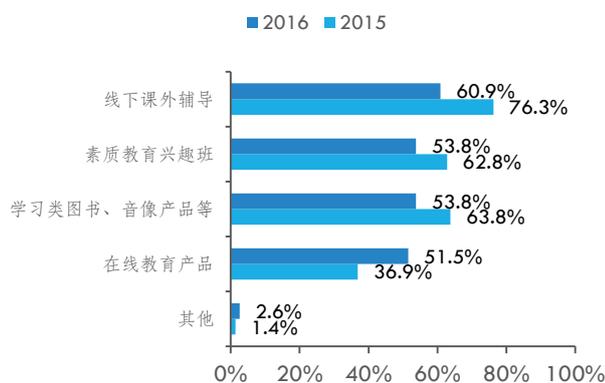


来源: 公司公告, 天风证券研究所

C 端: 在线教育消费需求增加, “互联网+教育”蓝海潜力巨大。近年来, 随着手机、平板电脑等移动终端的普及, 学生家长的年轻化, 导致教育消费习惯出现巨大改变。截至 2014 年底, 全国共有各级各类学校 50 万所, 专任教师 1500 多万, 近 600 万个班级, 在校生 2.56 亿人, 家长 4 亿人, 教育信息化行业有着庞大的用户基础。

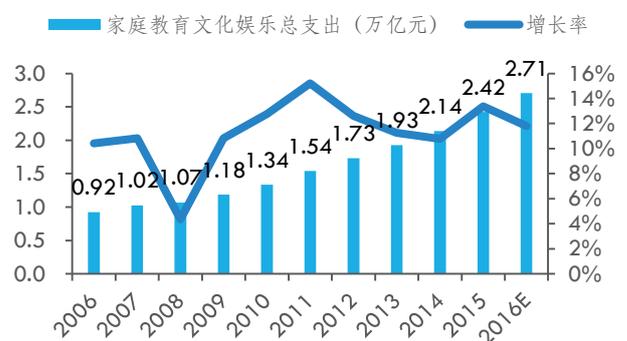
根据艾瑞咨询《2016 年中国家庭教育消费者图谱》调查结果显示, K12 学生家长选择传统线下课外辅导、素质教育兴趣班、学习类图书音像产品的比例均有所下降, 而选择在线教育产品的比例则由 2015 年的 36.9% 上升至 2016 年的 51.5%。明确表示支持孩子通过互联网学习的家长比例从 2015 年的 52.9% 上升到 58.4%。除此之外, 全国家庭教育文化娱乐总支出由 2006 年的 0.92 万亿元上升至 2015 年的 2.42 万亿元, CAGR 达 11.3%。

图表 15: 2015-16 年 K12 家长选择教育类产品情况



来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

图表 16: 家庭教育文化娱乐总支出



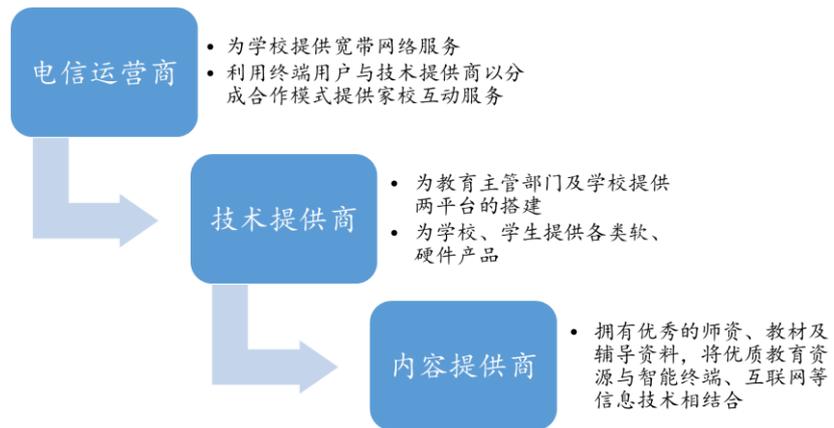
来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 竞争格局高度分散, 未来有望加速整合

教育信息化行业主要包括电信运营商、技术提供商和内容提供商。(1) 电信运营商主要针对“宽带网络校校通”, 为学校提供宽带网络服务; 此外, 电信运营商还

利用其大量终端用户与技术提供商以分成合作模式提供家校互动服务，如中国移动的“校讯通”等。(2) 技术提供商则为教育主管部门及学校提供两平台（教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台）的搭建，以及为学校、学生提供各类软、硬件产品，代表企业有科大讯飞，全通教育，立思辰等。(3) 内容提供商则拥有优秀的师资、教材及辅导资料，将优质教育资源与智能终端、互联网等信息技术相结合，如新东方在线，学而思网校等。

图表 17: 教育信息化行主要包括电信运营商、技术提供商和内容提供商



来源：公司公告，天风证券研究所

竞争格局高度分散，未来或将加速整合。教育信息化行业涉及硬件设施、软件产品、IT 服务应用及解决方案等诸多方面。其中，教育信息化硬件设施市场较为成熟；而软件产品和 IT 服务应用领域的参与者较多，行业集中度不高，竞争较为充分，尚未出现覆盖全国范围跨地区的垄断型企业。

在教育信息化建设初期门槛不高，产品同质化，地方教育局主导采购模式存在地方壁垒，以及各省市教育标准不统一等因素共同影响之下，导致教育信息化行业具有较为明显的地域性，行业参与者较多，竞争格局较为分散，多数企业跨区域经营推广的能力较弱，尚未形成具有明显领先地位的企业。另外，较高的转换成本让教育信息化解决方案供应商拥有天然的客户粘性。如此的行业现状，一方面使竞争有序性较差，另一方面也为市场整合者带来了机遇。

我们认为，教育信息化行业未来或将加速整合：

- ①教育信息化行业客户多为政府机构和教育系统，项目开展需要经过方案审查、立项批复、招投标、合同签订等严格的程序。随着国家招投标程序管理规范化和透明化，教育信息化行业市场化程度会越来越高。提供优质产品和服务的企业将在市场竞争中占据优势地位。
- ②在完成教育信息化初期建设之后，势必对教育信息化的服务质量和内容提出更高要求，导致具有核心竞争优势的企业脱颖而出。
- ③一些优质教育信息化企业登录 A 股，借助资本力量进行横向及纵向的市场整合。
- ④高考统一命题趋势消除地方间教育标准差异，有助于全国性的教育平台的建立以及在线教育在全国范围内推广。

图表 18: A 股几大教育信息化行业公司营业收入规模较小

公司简称	股票代码	相关科目名称	教育信息化领域收入 (亿元)
科大讯飞	002230.SZ	教育应用产品+学院教育教学	7.61
全通教育	300359.SZ	营业总收入	4.39
拓维信息	002261.SZ	教育服务	3.29
立思辰	300010.SZ	教育产品及管理解决方案	1.31
天喻信息	300205.SZ	技术服务与开发	1.30
恒峰信息	本次收购标的公司	教育领域收入	0.69
合计	-	-	18.58

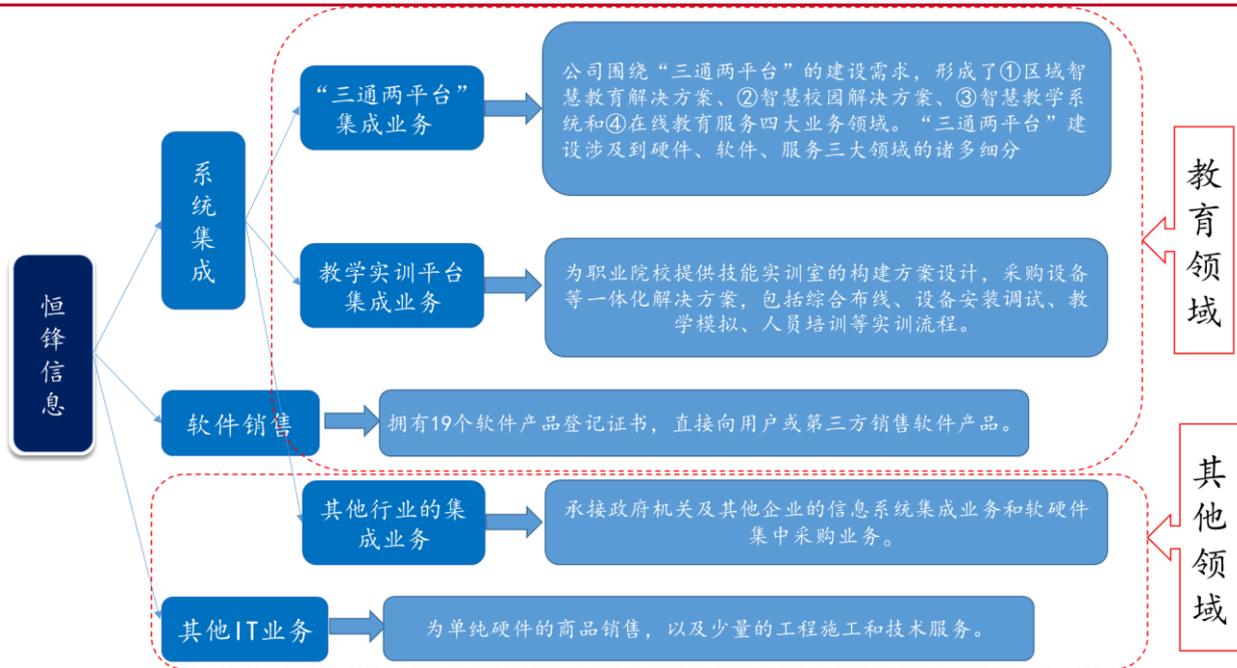
来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 恒峰信息: “智慧教育” 领跑者, 教育信息化解决方案提供商

本次收购标的恒峰信息成立于 2003 年, 长期为中小学、职业学校及各级教育管理部门等各类教育机构提供教育信息化综合解决方案、教育软件服务, 目前客户主要集中在广东省。目前已经累计服务 K12 学校 2300 余所, 年覆盖学生 250 万左右, 累计服务职业教育院校 110 余所, 年覆盖学生 130 万以上。

恒峰信息聚焦于“教与学”过程的深入研究, 自主开发了从教务云平台、智慧教室、智慧教研、智慧教学到智慧学习全覆盖的软件体系, 如中小学学科工具平台、网络协同教研平台、慕课与微课应用平台、仿真实训平台、翻转课堂教学平台等应用系统。具体来看, 业务包括: ①“三通两平台”集成业务、②教学实训平台业务、③软件销售业务; 其他领域业务包括: ①其他行业的集成业务、②其他 IT 业务。

图表 19: 恒峰信息业务构成情况



来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. “三通两平台”集成业务

公司作为一家教育信息化解决方案提供商，围绕“三通两平台”的建设需求，形成了①区域智慧教育解决方案、②智慧校园解决方案、③智慧教学系统、④在线教育服务四大业务领域。建设内容涉及硬件、软件、服务三大领域，服务业务尚处于推广阶段，未产生收入。

图表 20：恒峰信息“三通两平台”集成业务的基本内容



来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 区域智慧教育解决方案

区域智慧旨在通过搭建区域教育云平台，实现教育大数据汇聚，推进优质教育资源共建共享，创新学校教育教学模式，促进教育优质均衡发展。由教育云基础设施、教育管理公共服务平台、教育资源公共服务平台和云教学平台所组成。①教育云基础设施包括网络、存储、服务器和虚拟化平台软件等，主要提供硬件支持和基础环境。②教育管理公共服务平台可以实现学籍管理、档案管理、课题申报管理、学生成

长档案管理、教师人事管理、校产管理等功能。③**教育资源公共服务平台**提供教育资源存储、检索、管理和应用等综合性服务。④**云教学平台**主要包括学业评测、教学质量监控与分析、题库、网上阅卷等系统，为师生提高学习和教学效率。

图表 21: 恒峰信息区域智慧教育解决方案示意图



来源: 公司公告, 天风证券研究所

智慧校园解决方案

智慧校园旨在利用云计算、虚拟化、物联网和大数据等技术, 改变学校、教师、学生和校园资源交互的方式, 为学校提供更加智能化、个性化的现代育人环境。主要包括①综合管理系统、②教学应用系统、③校园一卡通系统、④教学测评系统、⑤资源管理系统、⑥校园安防系统、⑦智慧教室等内容。

其中, 智慧教室以高清触控一体机、智能录播设备、平板电脑、智能答题器等设备为载体, 搭配即时反馈系统 (包括智能点名、电子抢答、随堂测试即时统计等)、电子书包及翻转课堂系统 (支持 Android、Win8、iOS 等各种电子书包, 实现课前导学预习、课中互动教学、课后作业辅导三大功能。)、学校私有云共享空间等软件子系统, 为师生构建一个支持智慧式教与学的课堂环境。

图表 22: 智慧校园解决方案示意图



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 23: 翻转课堂教学系统示意图



来源: 公司公告, 天风证券研究所

➤ 智慧教学系统

智慧教学系统包括教学与教研两大子系统，其中(1)教学系统包括慕课教学平台（网络化教学空间）、网络直播教学平台（网络课堂）、学科教学平台（个性化教学内容的快速制作与动态生成）；(2)教研系统包括优课微课制作系统（将教师授课视频快速制成课堂实录或微课形式的视频）、优课微课应用平台（视频进行快速管理与组织）、教师成长（协作备课）系统。

图表 24: 恒峰信息学科教学平台



来源：公司公告，天风证券研究所

图表 25: 恒峰信息教师成长（协作备课）系统示意



来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 在线教育服务

在线教育服务主要包括网络直播教学、网络个性化微课学习等内容，目前尚处于内部测试阶段，未产生收入。未来，公司将利用微课学习与评测平台，分析学生学习轨迹，提供个性化教学推荐，推送专属学习资源，变革传统学习方式。

3.2. 教学实训平台集成业务

教学实训平台集成业务主要根据职业院校的专业设置要求，对技能实训室构建方案流程设计，采购专业设备，并提一体化解决方案，包括综合布线、设备安装调试、教学模拟、人员培训等实训流程。在软件方面，公司拥有**中职教学资源管理及题库系统**和**虚拟仿真实验系统**（科学探究教学、技能仿真教学）。

目前公司已累计为广东省中职与高职学校提供实施了几十种实训产品与解决方案，数控专业实训平台、创客空间实验室等。

图表 26: 教学实训平台构成内容



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 27: “创课”机器人解决方案



来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.3. 其他业务

软件销售业务: 公司目前拥有 19 个软件产品登记证书, 并直接向用户或第三方销售软件产品。2014/15/16Q1 收入分别为 0 万/1192 万/141 万元。其中, 软件产品登记证书大部分涉及教育领域, 如恒峰学科质量分析监控软件 V1.0、恒峰试卷扫描识别软件 V1.0、恒峰教务信息管理软件 V1.0 等。

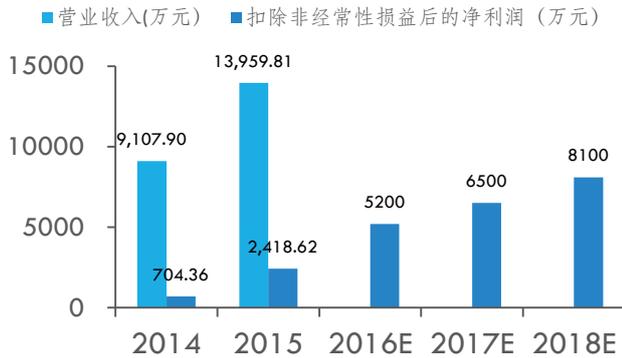
非教育领域业务: 包括其他行业的集成业务及其他 IT 类业务。①**其他行业的集成业务**主要为政府机关和单位提供信息系统集成业务和软件集中采购业务。未来随着公司逐渐强化在教育信息化领域的资源分配, 该业务占比将逐渐减少。2014/15/16Q1 收入分别为 2374 万/6665 万/2324 万元。②**其他 IT 类业务**为单纯硬件的商品销售(电脑、服务器、一体机、交换机、投影仪)等, 以及少量的工程施工和技术服务。公司从事此类业务主要是为维护客户关系, 报告期内收入规模较小, 且基本稳定。

3.4. 15 年营收净利快速增长, 业绩承诺 CAGR 达 50%

2015 年恒峰信息实现营收 1.40 亿元, 同比增长 53.3%, 扣除非经常性损益后归母净利润 2418.62 万元, 同比增长 243.4%; 16Q1 实现营收 3.06 亿, 净利润 2571.31 万元。交易对方承诺恒峰信息 2016/17/18 年度扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于 5200 万/6500 万/8100 万, 若实现该承诺 2015-18 扣除非经常性损益后归母净利润 CAGR 将达 49.6%。

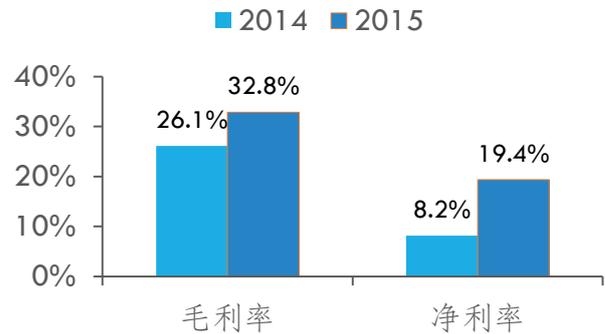
2015 年公司实现毛利率 32.8%, 较上一年度增长 6.7 个百分点; 净利率 19.4%, 较上一年度增长 8.2 个百分点, 均出现大幅改善。

图表 28: 15 营收增长 53%; 承诺净利 CAGR 达 50%



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 29: 15 年毛利率、净利率均大幅改善



来源: 公司公告, 天风证券研究所

4. 布局教育信息化产业, 打造智能教育服务生态圈!

公司原主业括信息交互业务与精密制造业务, 此次收购恒峰信息将实现多方优势资源互补, 顺应教育信息化行业快速发展需求。具体来看:

第一, 布局教育信息化, 抢占行业先机。近年来我国教育投入持续增加, 并将教育信息化纳入国家发展战略, 未来市场规模将达千亿级。目前教育信息化竞争格局分散, 借助资本力量整合布局有望抢占先机。

第二, 实现三方优势资源强势整合, 教育设备、教学平台、教学内容、客户资源多方面深度融合。①公司原主业在智能教育装备制造方面具有明显优势, 具有电子白板、触摸电视等智能教学核心产品。②控股股东和君商学从事管理培训业务多年, 具有丰富的线上、线下教学经验及教育行业资源。③恒峰信息深耕教育信息化领域, 技术实力雄厚, 产品竞争力强。此次收购将实现教育设备、教学平台、教学内容、客户资源多方面深度融合, 实现协同发展。

第三, 实现公司转型目标, 打造智能教育服务生态圈。公司自 15 年控股股东变更为和君商学后, 新的管理团队决定在充分利用公司现有的技术和资源的基础之上, 转型成为教育装备及教育智能化整体解决方案提供商, 并最终致力于打造智能教育服务生态圈。

第四, 提升公司盈利能力, 创造新的利润增长点。近年来, 信息交互行业竞争加剧, 公司业绩出现下滑; 恒峰信息 15 年扣除非经常性损益后归母净利 2419 万元, 业绩承诺 18 年将达到 8100 万元, CAGR 达 50%, 将成为公司新的增长引擎。

5. 盈利预测与估值

预计公司原主业部分 2016-19 年营收分别为 18.76 亿元、21.58 亿元、24.82 亿元以及 28.54 亿元，毛利率分别为 19%、21%、22%、22%。预计恒峰信息 16 年 4-7 月、2017-2021 年营收分别为 2.37 亿元、3.18 亿元、3.69 亿元、4.08 亿元、4.38 亿元以及 4.61 亿元；对应营业成本分别为 1.52 亿元、2.02 亿元、2.28 亿元、2.55 亿元、2.73 亿元以及 2.87 亿元。假设公司与 17 年并表恒峰信息，预计 2016-19 年营业收入为 18.76 亿元、24.78 亿元、28.50 亿元和 32.62 亿元。

图表 30: 2015-2019 年公司原主业部分盈利预测 (单位百万)

合计	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,631.76	1,876.52	2,158.00	2,481.70	2,853.96
YOY	3%	15%	15%	15%	15%
销售成本	1,310.66	1,512.82	1,715.54	1,945.05	2,236.26
YOY	1%	15%	13%	13%	15%
毛利率	20%	19%	21%	22%	22%

来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 31: 恒峰信息盈利预测情况

项 目	未来预测						
	2016 年4-12月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	
主营业务收入	23,735	31,776	36,865	40,798	43,839	46,169	
一、系统集成	21,438	28,791	33,120	36,324	38,806	40,741	
教育“三通两平台”	小计	10,321	14,524	18,072	20,753	22,819	24,325
	硬件集成	7,256	10,143	12,374	14,231	15,654	16,593
	智慧课堂	1,915	2,899	3,867	4,396	4,855	5,265
	智慧教学教研	800	1,080	1,380	1,630	1,790	1,920
	其他教育辅助软件	350	403	451	496	521	547
实训教学平台	小计	2,791	3,084	3,307	3,477	3,651	3,833
	硬件集成	2,591	2,860	3,060	3,213	3,374	3,543
	实训软件	200	224	246	264	277	291
其他行业系统集成	8,326	11,183	11,742	12,094	12,336	12,582	
二、软件产品销售	1,825	2,461	3,194	3,895	4,426	4,790	
智慧课堂	340	473	624	783	896	975	
智慧教学教研	1,085	1,540	2,086	2,604	2,996	3,255	
其他教育辅助软件	400	448	484	508	533	560	
三、其他IT业务	472	525	551	579	608	638	
合 计	23,735	31,776	36,865	40,798	43,839	46,169	
增长率	89%	21%	16%	11%	7%	5%	

来源: 公司公告, 天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司原主业涵盖智能终端的显示屏部件与结构件生产、研发、销售。本次收购恒峰信息进军教育信息化行业，顺应行业发展潮流，实现教育设备、教学平台、教学内容、客户资源多方面深度融合。假设本次定增事项与今年底完成，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.55 元、0.82 元、0.89 元，当前股价对应 PE 分别为 64x，43x，40x。

图表 32: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	222.69	332.28	150.49	752.99	228.58	营业收入	823.77	1,635.73	1,881.09	2,481.80	2,857.29
应收账款	358.25	381.52	577.86	485.52	738.75	营业成本	677.90	1,313.80	1,532.22	1,922.64	2,178.62
预付账款	2.45	1.78	25.59	7.97	13.36	营业税金及附加	5.71	8.25	9.41	12.41	14.29
存货	154.69	190.14	632.71	67.94	1,026.83	营业费用	26.35	39.31	35.09	69.96	100.16
其他	173.02	179.09	171.38	311.21	218.24	管理费用	78.75	133.91	155.43	215.20	281.66
流动资产合计	911.10	1,084.80	1,558.03	1,625.62	2,225.76	财务费用	1.95	3.12	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	0.00	42.51	42.51	42.51	42.51	资产减值损失	0.23	207.99	0.50	0.50	0.50
固定资产	192.57	313.82	330.09	365.04	398.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	61.70	8.16	40.90	72.54	73.52	投资净收益	0.00	0.51	0.00	0.00	0.00
无形资产	80.72	94.31	87.39	80.47	73.55	其他	0.00	-1.03	0.00	0.00	0.00
其他	824.62	629.27	625.66	625.40	619.16	营业利润	32.89	-70.12	146.45	259.09	280.07
非流动资产合计	1,159.61	1,088.06	1,126.55	1,185.95	1,206.93	营业外收入	3.12	7.15	6.06	5.44	6.22
资产总计	2,070.71	2,172.86	2,684.58	2,811.58	3,432.70	营业外支出	3.59	2.21	1.94	2.58	2.24
短期借款	0.00	129.53	470.59	0.00	535.36	利润总额	32.42	-65.17	150.57	261.95	284.05
应付账款	334.79	427.31	411.88	654.43	567.32	所得税	10.56	19.43	22.59	39.29	42.61
其他	300.03	266.24	242.35	481.72	302.63	净利润	21.85	-84.60	127.99	222.66	241.44
流动负债合计	634.83	823.08	1,124.82	1,136.15	1,405.31	少数股东损益	10.69	26.86	6.40	11.13	12.07
长期借款	0.00	50.00	135.41	0.00	128.55	归属于母公司净利润	11.16	-111.46	121.59	211.53	229.37
应付债券	54.02	0.00	18.01	24.01	14.01	每股收益(元)	0.05	-0.51	0.55	0.82	0.89
其他	1.63	9.79	3.81	5.08	6.23						
非流动负债合计	55.65	59.79	157.23	29.09	148.78						
负债合计	690.48	882.88	1,282.04	1,165.24	1,554.09	主要财务比率					
少数股东权益	32.71	56.76	63.16	74.30	86.37		2014	2015	2016E	2017E	2018E
股本	127.22	229.38	220.51	257.15	257.15	成长能力					
资本公积	1,154.21	1,052.05	1,052.05	1,052.05	1,052.05	营业收入	580.17%	98.57%	15.00%	31.93%	15.13%
留存收益	1,220.42	1,003.95	1,118.86	1,314.89	1,535.08	营业利润	-319.69%	-313.18%	-308.86%	76.91%	8.10%
其他	-1,154.33	-1,052.16	-1,052.05	-1,052.05	-1,052.05	归属于母公司净利润	-226.10%	-1,098.81%	-209.08%	73.97%	8.43%
股东权益合计	1,380.23	1,289.98	1,402.53	1,646.34	1,878.61	获利能力					
负债和股东权益总计	2,070.71	2,172.86	2,684.58	2,811.58	3,432.70	毛利率	17.71%	19.68%	18.55%	22.53%	23.75%
						净利率	1.35%	-6.81%	6.46%	8.52%	8.03%
						ROE	0.83%	-9.04%	9.08%	13.46%	12.80%
						ROIC	15.54%	-7.57%	11.73%	12.20%	27.88%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	33.35%	40.63%	47.76%	41.44%	45.27%
净利润	21.85	-84.60	121.59	211.53	229.37	净负债率	-6.53%	32.08%	26.46%	30.83%	20.67%
折旧摊销	20.98	46.89	17.91	20.33	22.78	流动比率	1.44	1.32	1.39	1.43	1.58
财务费用	3.13	3.19	2.00	2.00	2.00	速动比率	1.19	1.09	0.82	1.37	0.85
投资损失	0.00	-0.51	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	13.20	-23.21	-696.72	1,018.36	-1,383.35	应收账款周转率	4.08	4.42	3.92	4.67	4.67
其它	-39.89	245.70	6.40	11.13	12.07	存货周转率	8.27	9.49	4.57	7.08	5.22
经营活动现金流	19.27	187.45	-548.82	1,263.35	-1,117.13	总资产周转率	0.69	0.77	0.77	0.90	0.92
资本支出	1,017.55	-36.08	65.98	78.73	48.85	每股指标(元)					
长期投资	0.00	42.51	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.05	-0.51	0.55	0.82	0.89
其他	-1,284.61	-206.24	-125.98	-158.73	-98.85	每股经营现金流	0.09	0.85	-2.49	5.73	-5.07
投资活动现金流	-267.07	-199.81	-60.00	-80.00	-50.00	每股净资产	6.11	5.59	6.07	6.11	6.97
债权融资	54.02	179.53	624.00	24.01	677.91	估值比率					
股权融资	1,052.05	-3.11	-10.76	34.64	-2.00	市盈率	696.51	-69.73	63.93	42.85	39.52
其他	-842.36	-84.13	-186.21	-639.50	-33.18	市净率	5.77	6.30	5.80	5.77	5.06
筹资活动现金流	263.71	92.30	427.03	-580.85	642.73	EV/EBITDA	58.67	-292.03	49.60	29.68	31.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	90.18	-110.39	55.59	31.99	33.85
现金净增加额	15.91	79.94	-181.79	602.50	-524.40						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)