



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：教育

旷实*

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*范欣悦为本报告重要贡献者

开元仪器：收购恒企教育、 中大英才，打通线上线下非 学历职教

事件：

开元仪器(300338.CH/人民币 20.02, 未有评级)拟以发行股份+支付现金作价 12 亿元收购恒企教育 100%的股权，其中现金支付 40%，总计 4.8 亿元，发行股份 4,924.76 万支付 60%，总计 7.2 亿元；以发行股份+支付现金收购中大英才 70%的股权，交易金额为 1.82 亿元，其中现金支付 50%，总计 9,100 万元；发行股份 622.44 万股支付中大英才交易对价的 50%，总计 9,100 万元；同时募集配套资金不超过 4.7 亿元，用于支付本次重组现金对价及中介机构费用。发行股份购买资产及募集配套资金的发行价格为 14.62 元/股。

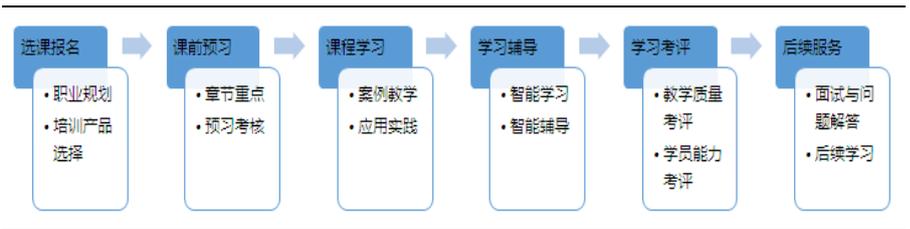
点评：

1.传统主业承压，外延布局非学历职业教育

开元仪器主营业务为煤质检测仪器设备的研发、生产和销售，包括煤质化验仪器、煤质采样设备和煤质制样设备。近年收到宏观经济环境的影响，煤炭行业景气度低迷，公司收购恒企教育、中大英才，布局线上线下非学历职业教育领域，提升公司盈利能力。从收购估值的角度，相对 16 年业绩承诺，公司收购恒企教育的估值为 15 倍，收购中大英才的估值为 17.3 倍。两个教育标的协同效应明显，主要体现在：（1）非学历职业教育的课程的重叠与互补；（2）整合线上线下教学资源，有望实现“面授+在线”相结合的教学模式；（3）实现流量互导。

2.恒企教育主打会计+IT 培训，直营校区增速迅猛

恒企教育成立于 2013 年 12 月，主要提供会计培训服务和 IT 培训服务（控股子公司多迪科技提供），15 年扩展学历中介业务，协助合作大学招生。公司形成了“直营为主，加盟为辅”的非学历职业教育架构，直营校区扩张迅速，截至 2016 年 3 月末，恒企教育在 100 多个城市设立了 173 个直营校区（主要集中在广东、广西、四川、湖南、河南等地区），在 30 个城市设立了 34 个加盟校区（主要集中在贵州、湖南等地区），多迪科技在多个城市设立了 18 个直营校区。恒企教育具有品牌优势，2015 年全国校区会计从业资格考试的平均通过率达 61.72%，远高于全国的通过率水平，2015 年培训会计学员数量达 74,098 人次（2014 年为 17,230 人次），IT 培训业务学员数量达 3,725 人次（2014 年为 1515 人次）。

图表 1. 恒企教育会计培训服务流程


资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 恒企教育 IT 培训服务流程


资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 恒企教育自营校区数量

	2014	2015
会计培训自营校区	32	173
多迪科技自营校区	9	18

资料来源：公司公告，中银证券

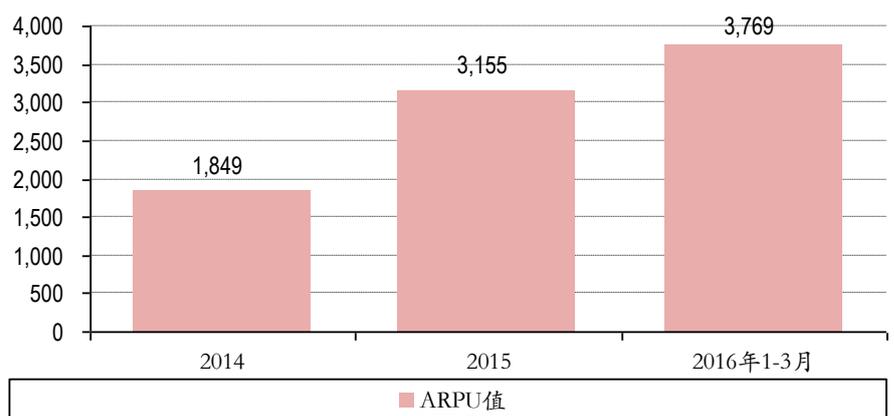
恒企教育单位课时营业收入和 ARPU 值都呈现上升趋势，主要是开设课程单价较高的课程所致。15 年直营校区单位课时营业收入 24.95 元，同比增长 40.2%，加盟校区 25.68 元。15 年 ARPU 值达到 3,155 元，同比增长 70.7%，其中 IT 培训 ARPU 值 1.84 万元，同比增长 18.8%。随着业务的扩张，教师数量相应提升，15 年底拥有 983 位教师，其中专职占比 58.29%，兼职占比 41.71%。

图表 4. 恒企教育直营、加盟校区单位课时营业收入

	2014	2015	2016 年 1-3 月
直营校区学员数量 (万人)	1.87	7.78	1.76
直营校区单位课时营业收入 (元)	17.79	24.95	26.47
加盟校区学员数量 (万人)		1.16	0.26
加盟校区单位课时营业收入 (元)		25.68	27.43

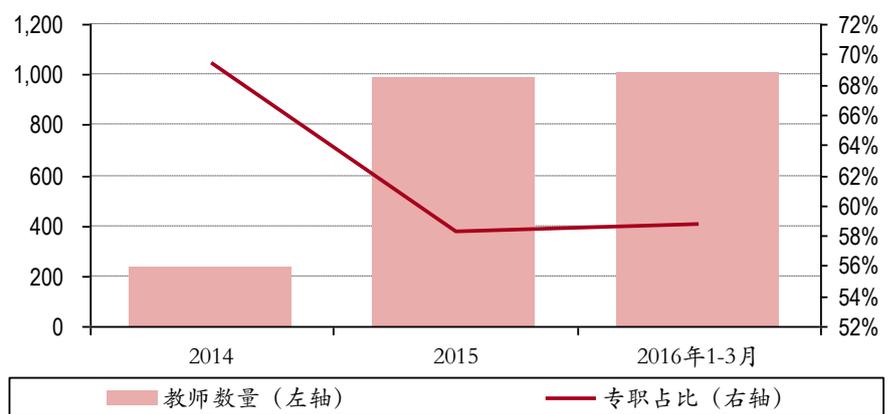
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 恒企教育 ARPU 值



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 恒企教育教师数量及专职教师占比



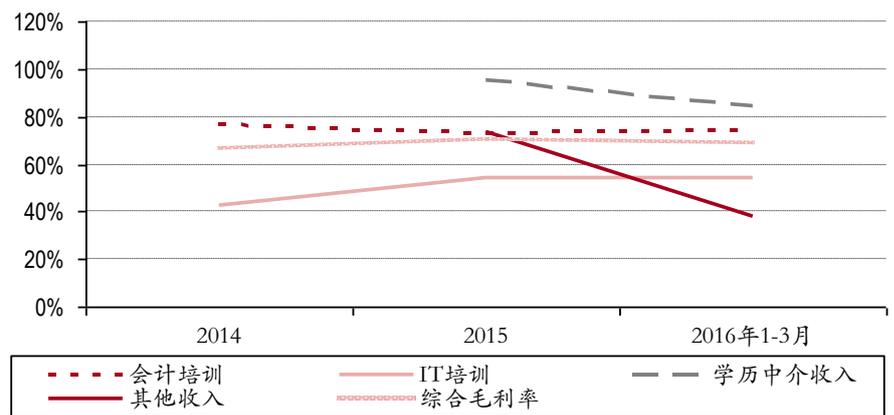
资料来源：公司公告，中银证券

2015 年，恒企教育实现营业收入 2.86 亿元，同比增长 1,177%，主要是校区数量（直营 41 增至 191，加盟 9 增至 40）+学员数量+ARPU 值大幅增长所致，其中会计培训收入 1.77 亿元，同比增长 1031%，IT 培训收入 6,658 万元，同比增长 888%。从盈利情况看，会计培训毛利率超过 70%，IT 培训毛利率在 54%左右，2015 年，公司综合毛利率为 70.5%。

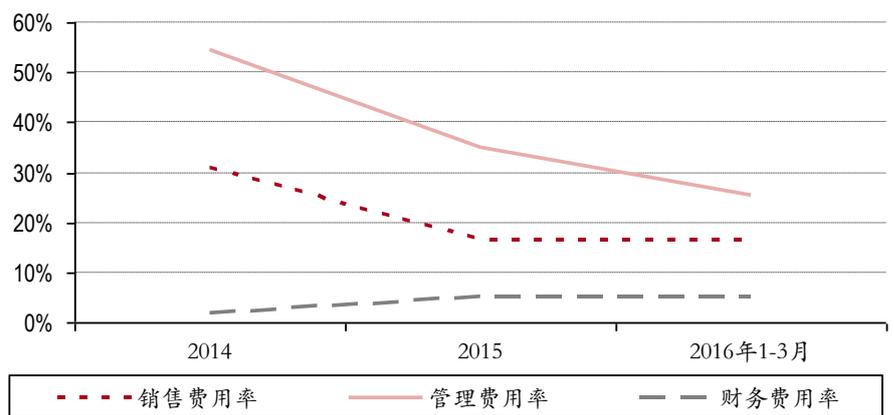
图表 7. 恒企教育营业收入拆分

(人民币, 万元)	2014	2015	2016 年 1-3 月
会计培训	1,565.28	17,702.06	5,487.94
IT 培训	674.00	6,657.81	1,412.00
学历中介收入		2,880.04	336.86
其他收入		1,357.37	534.96
总计	2,239.28	28,597.28	7,771.76

资料来源：公司公告，中银证券

图表 8.恒企教育毛利率情况


资料来源：公司公告，中银证券

图表 9.恒企教育期间费用率


资料来源：公司公告，中银证券

根据恒企教育的业绩承诺，2016年扣非后净利润不低于8,000万，2016年和2017年扣非后净利润累计不低于18,400万，2016-2018年扣非净利润累计不低于31,920万元。假设恰好完成业绩承诺，2016-2018年净利润增速将达到279%、30%、30%，从2016年1-3月的业绩情况看，恒企教育大概率能够完成业绩承诺。

图表 10.恒企教育主要财务数据及业绩承诺

(人民币, 万元)	实现			承诺 (假设恰好完成)		
	2014	2015	2016年1-3月	2016	2017	2018
营业收入	2,239	28,597	7,772			
净利润	(457)	2,224	1,092			
归母净利润	(429)	2,109	1,076	8,000	10,400	13,520
净利润同比增长 (%)				279.4	30	30

资料来源：公司公告，中银证券

3. 中大英才坐拥庞大线上流量入口，在线课程培训为主要收入来源

中大英才成立于2010年3月，主要提供的服务包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告。在线培训课程涉及建筑工程、财经金融、医药卫生等领域，课程类型分为自制和第三方提供；图书销售主要是向出版社采购职业考试相关的考试辅导书籍及考试教材，以零售和随课程赠送的方式提供给学员；学习卡销售是将固定金额的学习卡以一定折扣销售给代理商，用户向代理商购买后可以支付中大网校课程；广告业务分为广告联盟（CPC方式）和课件联盟（CPS方式）。

中大英才具有强大的渠道资源。线下通过部分考试项目报名审核进行现场宣传、举办考情分析会及合作出版图书中加带宣传页或学习卡、等方式进行推广。线上与百度等互联网巨头建立了良好的合作关系，拥有百度教育、百度阿拉丁、百度传课、百度文库、腾讯直播课堂、淘宝教育、360搜索、神马搜索等流量入口。公司付费用户的数量提升明显，增量主要来自于互联网巨头的流量导入，15年付费用户2.87万人，同比增长41.4%。2016年1-7月，中大英才自有平台ARPU值月523元，下降较多，主要是推出为获取更多用户数据，推出营销性质的低价或免费课程所致。

图表 11. 中大英才各平台付费用户数量及 ARPU 值

项目平台	2014			2015			2016年1-7月		
	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额 (元)	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额 (元)	用户数量 (人)	付费数量 (人)	人均金额 (元)
自有平台	26,956	20,235	961.91	27,836	21,958	1,096.95	15,876	9,058	523.45
京东	不适用	113	413.71	不适用	346	382.6	不适用	125	459.76
天猫旗舰店				不适用	2,052	271.57	不适用	3,056	288.1
易宝平台				不适用	233	806.15	不适用	1,953	862.82
微信平台				不适用	275	158.95	不适用	2,153	604.07
财付通							不适用	8,505	489.22
百度传课				不适用	929	8.05	不适用	946	31.13
支付宝				不适用	2,519	951.99	不适用	7,453	1,211.92
友赞提现				不适用	25	98.9	不适用	6	210.93
腾讯课堂				不适用	375	28.77	不适用	1,860	213.05
微商城							不适用	533	168.21
合计		20,348			28,712			35,648	

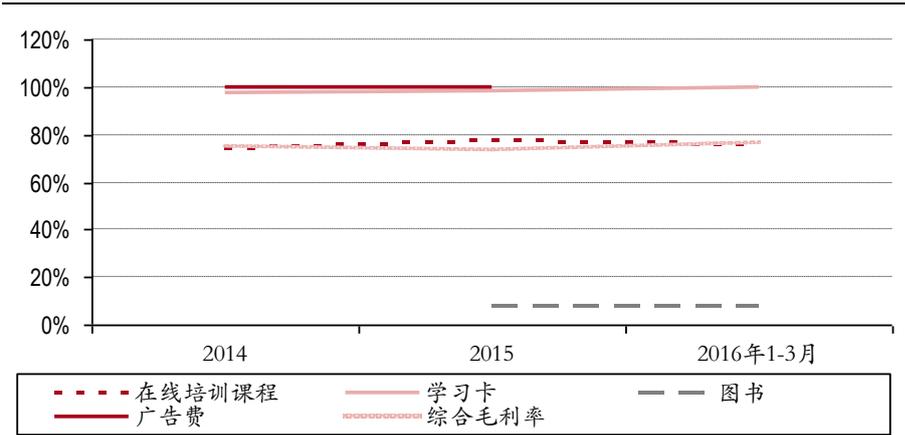
资料来源：公司公告，中银证券

2015年，中大英才实现营业收入3,056.48万元，同比增长49%，其中，主要收入来源在线课程培训业务增速显著，实现收入2,742.67万元，同比增长41%。从盈利能力看，在线课程培训毛利率维持在75%左右，学习卡销售毛利率在97%以上，2015年公司综合毛利率73.5%。中大英才的授课模式为录播，因此需要更新课程时才聘请老师重新录课程视频，以兼职老师为主，15年教师数量73人，其中仅1人为专职教师。

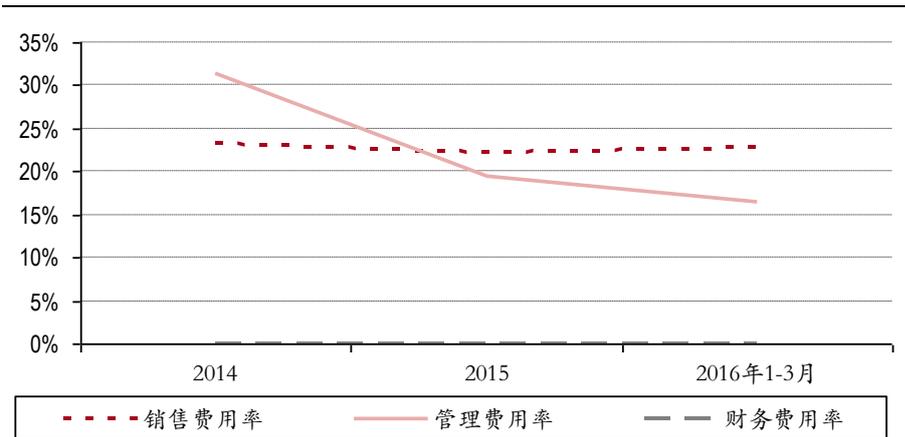
图表 12. 中大英才营业收入拆分

(人民币, 万元)	2014	2015	2016年1-3月
在线培训课程	1,951.11	2,742.67	613.04
学习卡	79.85	61.39	25.37
图书		203.18	1.31
广告费	19	29.15	
总计	2,049.96	3,036.39	639.71

资料来源：公司公告，中银证券

图表 13.中大英才毛利率水平


资料来源：公司公告，中银证券

图表 14.中大英才期间费用率


资料来源：公司公告，中银证券

根据中大英才的业绩承诺, 2016年扣非后净利润不低于1,500万, 2016年和2017年扣非后净利润累计不低于3,500万, 2016-2018年扣非后净利润累计不低于6,500万元。假设恰好完成业绩承诺, 2016-2018年净利润增速将达到112.9%、33.3%、50%。

图表 15.中大英才主要财务数据及业绩承诺

(人民币, 万元)	实现			承诺 (假设恰好完成)		
	2014	2015	2016年1-3月	2016	2017	2018
营业收入	2,050.47	3,056.48	642.29			
净利润	305.88	704.65	190.45	1,500	2,000	3,000
净利润同比增长(%)		130.4		112.9	33.3	50

资料来源：公司公告，中银证券

4.投资建议: 公司传统主业承压, 收购恒企教育和中大英才拓展非学历职业教育, 增强盈利能力。两个教育标的在课程、资源、流量等方面协同效应明显, 有望形成“面授+在线”相结合的教学模式。公司停牌前股价对应增发后市值62亿, 市值较小, 建议重点关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371