

汇冠股份 (300282)

证券研究报告

2017年08月18日

17H1 业绩同比增长 27.33%，恒峰发力软件服务做深教育信息化

营收同比增长 28.55%，归母净利同比增加 27.33%

8月17日，公司公告半年报，17H1 实现营收 8.46 亿元，同比增长 28.55%；归母净利 5188.32 万元，同比增加 27.33%；扣非后归母净利 4942.36 万元，同比增加 25.34%，EPS 为 0.21 元。17H1 公司智能教育装备及服务板块实现净利润 4678.96 万元，占整体净利润比例大幅提升，业务结构调整初见成效。17H1 恒峰信息实现营收 8540.13 万，同比增长 32.82%；净利 3034.61 万元，同比增长 289.50%；广州华欣实现营收 9694.70 万，同比增长 11.72%；净利 2328.79 万，同比增长 6.63%，业绩增速放缓主要受智能交互平板市场增速放缓影响。旺鑫精密实现营收 6.28 万元，同比增长 19.21%；净利 2262.30 万元，同比下降 45.34%。业绩下滑主要受承接重要客户的新型产品订单、良品率爬坡低于预期以及厂房搬迁、基地整合等多因素影响。

精密制造业务收入增长 19.5%，教育服务公司并表

分行业来看，智能教育装备及服务收入 2.11 亿（占比 24.98%），同比增长 65.15%，主要系恒峰信息纳入合并报表；精密结构件收入 6.28 亿（占比 74.20%），同比增长 19.52%；其他业务收入 691.86 万（占比 0.82%），同比增长 40.57%。17H1 公司综合毛利率为 22.67%，同比减少 0.61 个百分点，主要系子公司旺鑫精密承接重要客户的新型产品订单，良品率爬坡低于预期，营业成本增加。期间费用率 12.71%，同比增加 0.19 个百分点。

做深教育信息化，外延布局加快发展

第一，教育信息化硬件铺设基本完成，软件及内容重要性进一步凸显，恒峰信息推进“立足华南、覆盖全国”发展战略，高度聚焦于教学过程与个性化学习领域的软件研发，实现了智慧课堂与教育云平台服务双擎驱动。截至 2017 年 6 月 30 日，恒峰已取得 75 项软件著作权，业务基本覆盖除“宽带网络校校通”之外的“三通两平台”各个领域。提升软件产品竞争实力一方面能有效提升毛利率，另一方面可降低对当地政府的依赖程度，加快异地推广。第二，控股股东和君教育资源丰富，未来或推进相关教育资产并购整合，控股股东和君商学从事管理培训业务多年，具有丰富线上、线下教学经验及教育行业资源；同时公司增资和睿资产并发起设立教育产业并购基金储备优质项目。

维持盈利预测，给予“买入”评级

公司原主业涵盖智能终端显示屏部件与结构件生产销售，收购恒峰信息进军教育信息化行业，公司作为和君系重要资产证券化平台，未来有望协整和君资源加大对智慧教育生态圈的建设。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 26x, 21x, 16x。

风险提示：教育信息化行业竞争激烈、人才流失等风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,635.73	1,696.18	2,475.77	2,850.35	3,261.94
增长率(%)	98.57	3.70	45.96	15.13	14.44
EBITDA(百万元)	(25.33)	226.21	264.45	330.74	393.54
净利润(百万元)	(111.46)	125.70	192.27	243.99	305.74
增长率(%)	(1,098.81)	(212.77)	52.96	26.90	25.31
EPS(元/股)	(0.45)	0.50	0.77	0.98	1.23
市盈率(P/E)	(45.20)	40.08	26.20	20.65	16.48
市净率(P/B)	4.09	2.67	2.41	2.16	1.91
市销率(P/S)	3.08	2.97	2.04	1.77	1.54
EV/EBITDA	(292.03)	30.50	18.54	13.47	11.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.19 元
目标价格	41.34 元
上次目标价	41.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	249.54
流通 A 股股本(百万股)	170.89
A 股总市值(百万元)	5,038.16
流通 A 股市值(百万元)	3,450.19
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	32.09
一年内最高/最低(元)	34.87/18.14

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
张璐芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001	
zhanglufang@tfzq.com	
孙海洋	联系人
sunhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《汇冠股份-季报点评:17Q1 归母净利同比增长 8.69%，增资小凡教育进一步完善智能教育生态圈》 2017-04-27
- 2 《汇冠股份-年报点评报告:归母净利同比增长 212.78%，加速构建智能教育服务生态圈》 2017-04-07
- 3 《汇冠股份-公司点评:归母净利同比增长 212.78%，加速构建智能教育服务生态圈》 2017-02-28

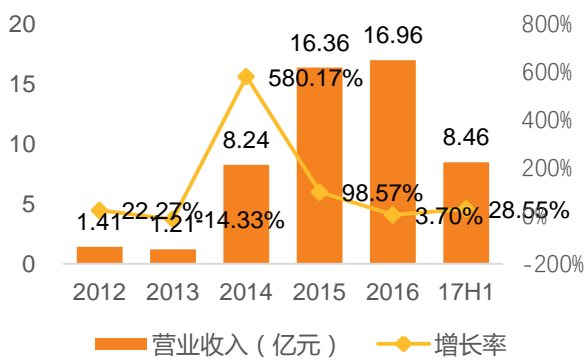
营收同比增长 28.55%，归母净利同比增加 27.33%。8月17日，公司公告半年报，17H1 实现营收 8.46 亿元，同比增长 28.55%（17Q1、Q2 增速分别为 19.49%、37.48%）；归母净利 5188.32 万元，同比增加 27.33%（17Q1、Q2 增速分别为 8.69%、42.94%）；扣非后归母净利 4942.36 万元，同比增加 25.34%，EPS 为 0.21 元。**17H1 公司智能教育装备及服务板块实现净利润 4678.96 万元，占整体净利润比例大幅提升，业务结构调整初见成效。**

17H1 恒峰信息实现营收 8540.13 万，同比增长 32.82%；实现净利润 3,034.61 万元，同比增长 289.50%，报告期内中标了“东莞市慕课教育信息化技术服务及平台基础建设项目”、“土默特左旗义务教育均衡发展信息化工程及教学设施设备采购项目”等多个区域化教育信息化项目。

广州华欣实现营收 9694.70 万，同比增长 11.72%；净利润 2328.79 万，同比增长 6.63%，业绩增速放缓主要受智能交互平板市场增速放缓影响。

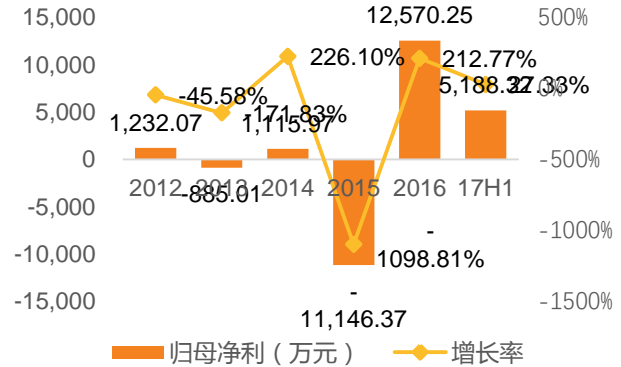
旺鑫精密实现营收 6.28 亿元，同比增长 19.21%；实现净利 2262.30 万元，同比下降 45.34%。业绩下滑主要受承接重要客户的新型产品订单、良品率爬坡低于预期以及厂房搬迁、基地整合等多种因素影响。

图 1：2012-2017H1 公司营收及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

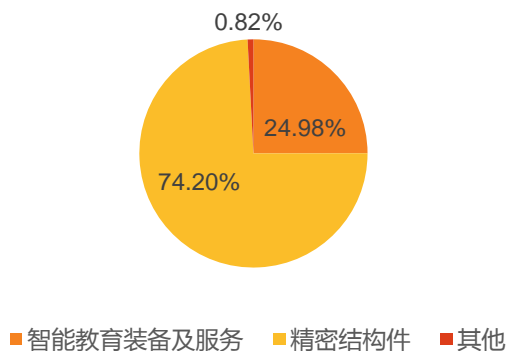
图 2：2012-2017H1 公司归母净利及增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

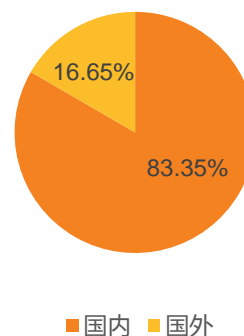
精密制造业务收入增长良好，教育服务公司并表贡献收入增量。报告期内公司实现营收 8.46 亿元，同比增长 28.55%，主要系精密结构件收入增长，恒峰信息纳入合并报表。**分行业来看**，智能教育装备及服务收入 2.11 亿（占比 24.98%），同比增长 65.15%，主要系恒峰信息纳入合并报表；精密结构件收入 6.28 亿（占比 74.20%），同比增长 19.52%，根据 Counterpoint 数据，中国智能手机出货量 17Q1、Q2 分别同比增长 4%和 3%，行业增速维持稳态；同时在竞争格局上，本土龙头品牌增长迅速；其他业务收入 691.86 万（占比 0.82%），同比增长 40.57%。

图 3：公司业务构成情况-分行业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

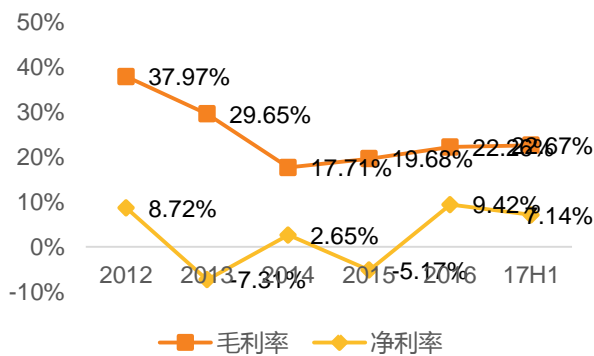
图 4：公司业务构成情况-分地区



资料来源：公司公告，天风证券研究所

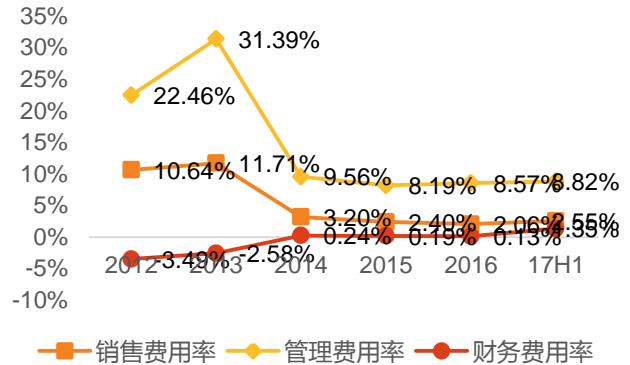
毛利率 22.67%，期间费用有所上升。17H1 公司综合毛利率为 22.67%，同比减少 0.61 个百分点，主要系子公司旺鑫精密承接重要客户的新型产品订单，良品率爬坡低于预期，营业成本增加。其中，智能教育装备及服务毛利率 47.55%，同比增加 0.59 个百分点；精密结构件毛利率 13.58%，同比减少 3.49 个百分点；其他业务毛利率 87.54%，同比增加 17.27 个百分点。报告期内，期间费用率 12.71%，同比增加 0.19 个百分点。其中，销售费用率 2.55%，同比增加 0.05 个百分点，主要恒峰信息并表所致；管理费用率 8.82%，同比减少 0.74 个百分点，但绝对值增长 1171.9 万元，主要系人员薪资等费用增加所致；财务费用率 1.35%，同比增加 0.89 个百分点，主要系报告期内汇兑损失增加。受旺鑫精密厂房搬迁、基地整合等多种因素影响影响，本期净利率同比减少 1.18 个百分点至 7.14%。

图 5：2012-2017H1 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2012-2017H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

做深教育信息化，外延布局加快发展，公司主营“智能教育装备（广州华欣，国内 IWB 市场交互智能平板市占率超 60%）及服务”和“精密制造（旺鑫精密）”两大业务，其中智能教育装备及服务业务又具体分为“智能教育装备”和“智能教育服务”。**第一，教育信息化硬件铺设基本完成，软件及内容重要性进一步凸显，**恒峰信息推进“立足华南、覆盖全国”发展战略，高度聚焦于教学过程与个性化学习领域的软件研发，核心产品覆盖“翻转课堂”、“慕课教学平台”、“云教学平台”、“学业评测系统”、“教师成长系统”等智慧课堂、智慧教研领域，实现了智慧课堂与教育云平台服务双擎驱动。截至 2017 年 6 月 30 日，恒峰已取得 75 项软件著作权，业务基本覆盖除“宽带网络校校通”之外的“三通两平台”各个领域。**提升软件产品竞争实力一方面能有效提升毛利率，另一方面可降低对当地政府的依赖程度，加快异地推广。****第二，控股股东和君教育资源丰富，未来或推进相关教育资产并购整合，**控股股东和君学从事管理培训业务多年，具有丰富线上、线下教学经验及教育行业资源；同时公司增资和睿资产并发起设立教育产业并购基金储备优质项目。报告期公司围绕整合或联盟优质的教育内容提供商、教育服务提供商的拓展方向，内参股投资了浙江省内最大的艺考文化课培训机构之一杭州小凡教育、物流教育及物联网教育综合服务提供商深圳市中诺思科技；IT 教育解决方案提供商北京西普阳光教育。

维持盈利预测，给予“买入”评级。公司原主业涵盖智能终端显示屏部件与结构件生产销售，收购恒峰信息进军教育信息化行业，公司作为和君系重要资产证券化平台，未来有望协整和君资源加大对智慧教育产业生态圈的构建。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元、1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 26x，21x，16x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	332.28	361.39	198.06	606.61	740.38
应收账款	381.52	441.65	736.30	448.19	907.34
预付账款	1.78	13.01	5.82	9.03	11.00
存货	190.14	317.55	284.21	412.15	372.68
其他	179.09	306.86	358.57	293.43	458.42
流动资产合计	1,084.80	1,440.46	1,582.97	1,769.40	2,489.82
长期股权投资	42.51	47.77	47.77	47.77	47.77
固定资产	313.82	316.04	323.51	350.89	377.23
在建工程	8.16	0.94	36.56	69.94	71.96
无形资产	94.31	122.68	113.58	104.49	95.39
其他	629.27	1,328.12	1,326.32	1,317.87	1,317.52
非流动资产合计	1,088.06	1,815.55	1,847.74	1,890.96	1,909.88
资产总计	2,172.86	3,256.01	3,430.71	3,660.37	4,399.70
短期借款	129.53	170.85	48.68	0.00	0.00
应付账款	427.31	754.10	717.55	837.61	1,057.28
其他	266.24	315.37	471.48	383.09	579.17
流动负债合计	823.08	1,240.33	1,237.71	1,220.69	1,636.46
长期借款	50.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	18.01	6.00	8.00
其他	9.79	10.08	7.17	9.02	8.76
非流动负债合计	59.79	60.08	25.18	15.02	16.76
负债合计	882.88	1,300.42	1,262.89	1,235.71	1,653.22
少数股东权益	56.76	67.31	77.43	90.27	106.37
股本	229.38	239.63	249.54	249.54	249.54
资本公积	1,052.05	1,570.97	1,570.97	1,570.97	1,570.97
留存收益	1,003.95	1,648.58	1,840.85	2,084.84	2,390.58
其他	(1,052.16)	(1,570.91)	(1,570.97)	(1,570.97)	(1,570.97)
股东权益合计	1,289.98	1,955.59	2,167.82	2,424.65	2,746.48
负债和股东权益总	2,172.86	3,256.01	3,430.71	3,660.37	4,399.70

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(84.60)	159.75	192.27	243.99	305.74
折旧摊销	46.89	52.57	26.00	28.34	30.73
财务费用	3.19	6.02	5.10	7.58	7.65
投资损失	(0.51)	(4.28)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(23.21)	(142.63)	(187.39)	264.07	(170.80)
其它	245.70	87.08	10.12	12.84	16.09
经营活动现金流	187.45	158.51	46.10	556.81	189.42
资本支出	(36.08)	752.19	62.91	78.15	50.26
长期投资	42.51	5.26	0.00	0.00	0.00
其他	(206.24)	(909.53)	(122.91)	(158.15)	(100.26)
投资活动现金流	(199.81)	(152.08)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	179.53	220.85	66.69	6.00	8.00
股权融资	(3.11)	527.22	4.74	(7.58)	(7.65)
其他	(84.13)	(708.64)	(220.85)	(66.69)	(6.00)
筹资活动现金流	92.30	39.44	(149.43)	(68.26)	(5.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	79.94	45.87	(163.32)	408.55	133.77

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,635.73	1,696.18	2,475.77	2,850.35	3,261.94
营业成本	1,313.80	1,318.64	1,917.97	2,173.33	2,490.89
营业税金及附加	8.25	14.71	12.38	14.25	16.31
营业费用	39.31	34.94	69.79	99.92	104.38
管理费用	133.91	145.38	236.68	259.95	287.05
财务费用	3.12	2.13	5.10	7.58	7.65
资产减值损失	207.99	7.93	0.50	0.50	0.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.51	4.28	0.00	0.00	0.00
其他	(1.03)	(8.55)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(70.12)	176.73	233.35	294.83	355.16
营业外收入	7.15	11.39	14.80	9.10	25.10
营业外支出	2.21	0.89	2.23	1.78	1.63
利润总额	(65.17)	187.23	245.92	302.15	378.62
所得税	19.43	27.48	43.53	45.32	56.79
净利润	(84.60)	159.75	202.39	256.83	321.83
少数股东损益	26.86	34.05	10.12	12.84	16.09
归属于母公司净利润	(111.46)	125.70	192.27	243.99	305.74
每股收益(元)	(0.45)	0.50	0.77	0.98	1.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	98.57%	3.70%	45.96%	15.13%	14.44%
营业利润	-313.18%	-352.05%	32.03%	26.35%	20.46%
归属于母公司净利润	-1098.81%	-212.77%	52.96%	26.90%	25.31%
获利能力					
毛利率	19.68%	22.26%	22.53%	23.75%	23.64%
净利率	-6.81%	7.41%	7.77%	8.56%	9.37%
ROE	-9.04%	6.66%	9.20%	10.45%	11.58%
ROIC	-7.57%	14.18%	11.33%	13.15%	17.61%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	40.63%	39.94%	36.81%	33.76%	37.58%
净负债率	32.08%	18.97%	33.13%	41.17%	22.69%
流动比率	1.32	1.16	1.28	1.45	1.52
速动比率	1.09	0.91	1.05	1.11	1.29

营运能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应收账款周转率	4.42	4.12	4.20	4.81	4.81
存货周转率	9.49	6.68	8.23	8.19	8.31
总资产周转率	0.77	0.62	0.74	0.80	0.81

每股指标(元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	-0.45	0.50	0.77	0.98	1.23
每股经营现金流	0.75	0.64	0.18	2.23	0.76
每股净资产	4.94	7.57	8.38	9.35	10.58

估值比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率	-45.20	40.08	26.20	20.65	16.48
市净率	4.09	2.67	2.41	2.16	1.91
EV/EBITDA	-292.03	30.50	18.54	13.47	11.03
EV/EBIT	-110.39	38.58	20.56	14.73	11.96

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com