



## 教育版图再添翡翠，陶瓷教育共筑长城

### 投资要点

● 国内艺术陶瓷龙头，布局教育产业已久。公司是国内艺术陶瓷行业龙头企业，于2015年开始布局教育产业，2016年100%收购联讯教育和智游臻龙，积极打造“艺术陶瓷+教育产业”双轮驱动业务模式。

● 15.75亿元收购翡翠教育，晋升至职业教育“第一梯队”。公司以发行股份(7.53亿元)+现金支付(8.22亿元)收购翡翠教育100%股权。承诺2017年度实现净利润9000万元、2017-2018年合计2.07亿元、2017-2019年合计3.6亿元。

翡翠教育——强市场基因的IT培训后起之秀。标的公司成立于2012年，是IT职业培训领域的新兴力量，截至2017年4月末，翡翠教育培训网点覆盖全国约29个城市，60余家学校，覆盖地区及网店数量仅次于达内科技，成为行业以最短时间完成全国布局的公司之一。

1) 2016年实现营业收入2.92亿元(YOY+297%)，扣除昊育信息后实现营收约1.93亿元(YOY+164%)是IT培训领域增长最快的新兴企业之一。

2) 公司管理团队多为市场出身(创始人皆来自曾经IT培训市场化最高的“北大青鸟”)，对市场趋势的把握和对客户体验的重视是其核心竞争力。深耕行业多年形成课前-课中-课后核心优势：课程研发超前，产品迭代快速；线下授课为主，客户体验绝佳；任务驱动制教学方式保证学以致用；大数据画像精准，毕业生对口就业率高。

3) 业绩对赌完成率较高。扩张步伐稳健，业绩实现快速增长，其中教育培训是业绩主力，教育信息化作为有力补充。多网点布局+稀缺性课程+高客单价为实现业绩承诺奠定基础，经测算，按现有门店数来看，每单店全年招生202名左右的学生，即可实现今年业绩对赌。

● 陶瓷教育并驾齐驱，业绩成长拭目以待。1) 传承+创新稳固主业地位。公司传承陶瓷文化的基础上融入文化创意，在自主品牌、营销渠道、资源整合等方面更具竞争优势。2) 协同+互补深化教育布局。公司收购翡翠教育后，翡翠教育与智游臻龙、联讯教育等教育标的在业务上形成较强互补，形成自上而下产业布局。各教育子公司间良好协同：智游臻龙与翡翠教育教学资源互补性强；昊育信息与联讯教育市场资源互补；翡翠教育与昊育信息用户资源互补。

● 盈利预测与投资建议。不考虑收购翡翠教育影响，预计公司2017-2019年归母净利润分别为1.0亿、1.3亿和1.6亿元，对应的EPS分别为0.24元、0.30元、0.37元。假设翡翠教育2018年1月份并表，则2018-2019年分别贡献1.27亿、1.52亿元归母净利润，对应的EPS分别为0.46元、0.58元。考虑到并购事项的不确定性，基于审慎原则，我们维持“增持”评级。

● 风险提示：市场竞争加剧的风险，业务整合或不及预期的风险，并购企业业绩实现或不及承诺的风险，外延并购或无法达成的风险。

| 指标/年度         | 2016A    | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|---------------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 452.39   | 596.44  | 653.91 | 717.66 |
| 增长率           | 1.68%    | 31.84%  | 9.63%  | 9.75%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 136.80   | 103.90  | 128.90 | 160.95 |
| 增长率           | 1004.09% | -24.05% | 24.07% | 24.86% |
| 每股收益EPS(元)    | 0.31     | 0.24    | 0.30   | 0.37   |
| 净资产收益率ROE     | 7.78%    | 5.60%   | 6.51%  | 7.54%  |
| PE            | 47       | 62      | 50     | 40     |
| PB            | 3.69     | 3.50    | 3.28   | 3.04   |

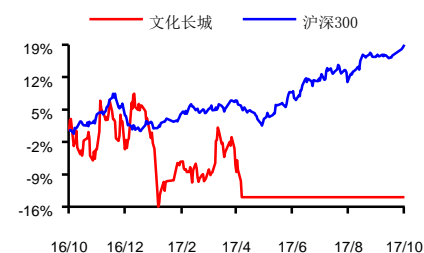
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517030001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 4.35        |
| 流通A股(亿股)    | 2.68        |
| 52周内股价区间(元) | 14.59-18.85 |
| 总市值(亿元)     | 64.92       |
| 总资产(亿元)     | 26.84       |
| 每股净资产(元)    | 4.06        |

### 相关研究

- 文化长城(300089):教育业务增厚业绩,收购翡翠教育完善布局 (2017-08-30)
- 文化长城(300089):教育业务增厚业绩,持续看好未来发展 (2017-04-11)

## 目 录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况：国内艺术陶瓷龙头，强势挺进教育产业</b> | <b>1</b>  |
| <b>2 收购翡翠教育，教育版图更上一层楼</b>       | <b>2</b>  |
| 2.1 收购方案：发行股份+现金支付，总作价 15.75 亿元 | 2         |
| 2.2 翡翠教育：强市场导向的 IT 培训后起之秀       | 3         |
| 2.3 高成长有章可循，业绩实现相对明确            | 10        |
| <b>3 文化长城：陶瓷教育并驾齐驱，业绩成长拭目以待</b> | <b>13</b> |
| 3.1 陶瓷：传承+创新稳固主业地位              | 13        |
| 3.2 教育：协同+互补深化教育布局              | 14        |
| <b>4 盈利预测与投资建议</b>              | <b>17</b> |
| <b>5 风险提示</b>                   | <b>17</b> |

## 图 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构.....                | 1  |
| 图 2: 公司 2012 年以来营业收入及增速情况.....  | 2  |
| 图 3: 公司 2012 年以来归母净利润及增速情况..... | 2  |
| 图 4: 公司 2017H1 营收占比情况.....      | 2  |
| 图 5: 公司 2017H1 毛利占比情况.....      | 2  |
| 图 6: 翡翠教育发展历程.....              | 4  |
| 图 7: 公司是发展最快的新兴标的.....          | 4  |
| 图 8: IT 行业技术变化日新月异.....         | 5  |
| 图 9: 多维发力形成竞争优势.....            | 7  |
| 图 10: 6 大产品线, 涵盖多项稀缺课程品类.....   | 7  |
| 图 11: 翻转课堂模式, 教学效果更佳.....       | 8  |
| 图 12: 游戏模型设计课程大纲.....           | 8  |
| 图 13: 公司对 UI 就业市场数据分析.....      | 9  |
| 图 14: 公司对新媒体就业市场数据分析.....       | 9  |
| 图 15: 与千家企业达成战略合作.....          | 9  |
| 图 16: 与学生签订就业协议.....            | 9  |
| 图 17: 公司 2015 年以来营业收入情况.....    | 10 |
| 图 18: 公司 2015 年以来净利润情况.....     | 10 |
| 图 19: 公司 2017.01-04 营收占比情况..... | 11 |
| 图 20: 公司 2017.01-04 毛利占比情况..... | 11 |
| 图 21: 公司 2016 年营收占比情况.....      | 11 |
| 图 22: 公司 2016 年毛利占比情况.....      | 11 |
| 图 23: 公司陶瓷业务四大体系.....           | 13 |
| 图 24: 公司教育产业布局进程.....           | 14 |
| 图 25: 收购翡翠教育后公司教育产业整体布局.....    | 15 |
| 图 26: 智游臻龙与翡翠教育业务协同.....        | 16 |
| 图 27: 昊育信息与联讯教育业务协同.....        | 16 |
| 图 28: 翡翠教育与昊育信息业务协同.....        | 17 |

## 表 目 录

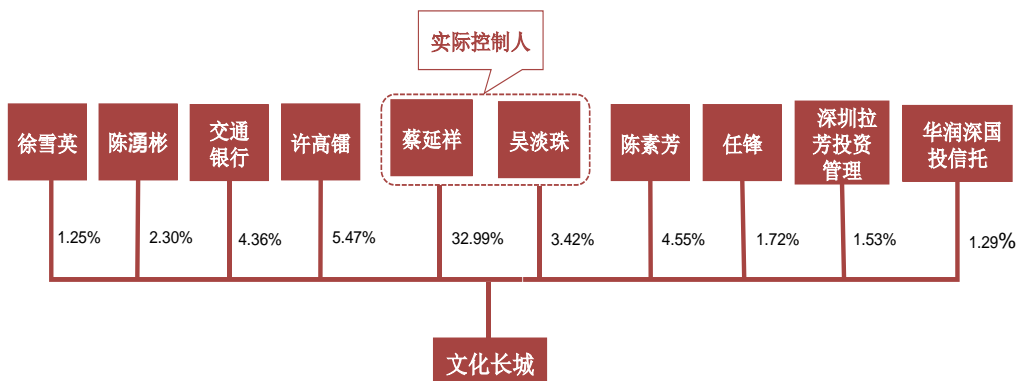
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 股份支付股东具体情况 .....                | 3  |
| 表 2: 翡翠教育成立较晚, 属于行业新兴力量 .....        | 3  |
| 表 3: 管理团队多为市场出身, 深耕行业多年 .....        | 5  |
| 表 4: 摸准产业发展脉搏, “艺术设计” 课程应时推出 .....   | 6  |
| 表 5: 2015-2017 年 1-4 月公司学员毕业去向 ..... | 10 |
| 表 6: IT 培训行业具有较明显的季节性 .....          | 12 |
| 表 7: 2017 年昊育信息业绩表现良好 .....          | 12 |
| 表 8: 2017 年昊育信息业绩预测 .....            | 13 |
| 附表: 财务预测与估值 .....                    | 18 |

## 1 公司概况：国内艺术陶瓷龙头，强势挺进教育产业

公司成立于 1996 年，于 2010 年成功在深交所挂牌上市。公司主要从事各式高档工艺瓷的研究、开发、制造和经营，是国内艺术陶瓷行业的龙头企业。公司于 2015 年开始涉足教育产业，2016 年收购从事教育信息化的联讯教育和从事互联网人才培训的智游臻龙，打造“艺术陶瓷+教育产业”双轮驱动业务模式。2015 年 9 月，公司简称由“长城集团”变更为“文化长城”。

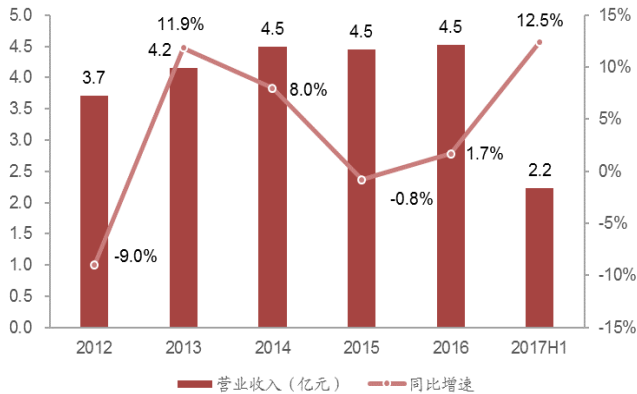
**公司股权结构：**蔡廷祥持有 32.99% 股权，许高镭持有 5.47% 股权，陈素芳持有 4.55% 股权，三人为公司前三大股东。吴淡珠持有 3.42% 股权，蔡廷祥和吴淡珠为夫妻关系，两人为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构

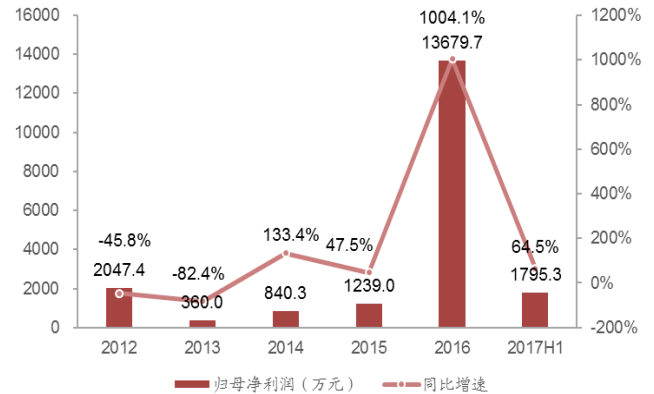


数据来源：公司公告，西南证券整理（未考虑非公开发行影响）

**公司业绩状况：**2010-2016 年度营业收入和归母净利润复合增速分别为 4.02% 和 26.95%，2017 年半年度营业收入和归母利润分别为 2.23 亿和 1795 万。公司 2013 年在营收增长下归母净利润大幅下降主要由于外汇汇率变动导致的财务费用大幅上涨，新增子公司前期管理费用增加以及政府补助减少导致的非经常性损益下降。公司在 2014 年归母净利润增速较快主要得益于销售费用和管理费用管控，以及汇兑损益减少带来的财务费用降低。公司 2016 年归母净利润增速远超营收增速，主要由于在陶瓷业务营收下滑和教育业务并表贡献业绩的合力下营收规模微增，而利润主要受益于收购联讯教育带来的股权增值。公司 2017 年中报业绩稳定增长，主要原因是联讯教育、智游臻龙开始完整并表所致。

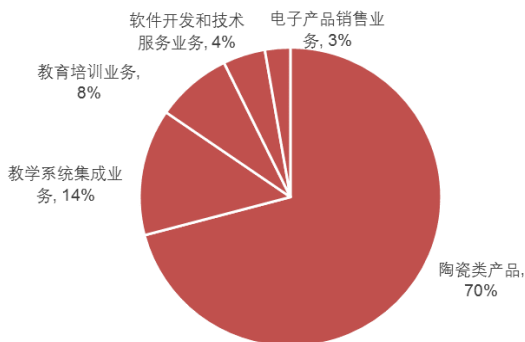
**图 2：公司 2012 年以来营业收入及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

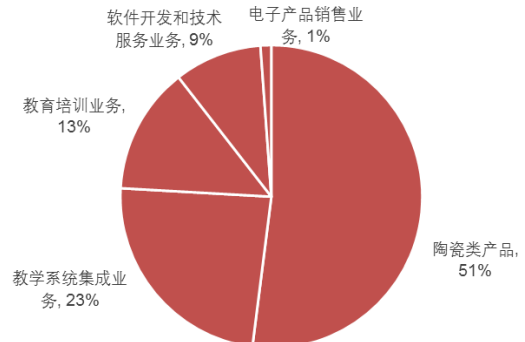
**图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务分析：**2017 年上半年公司营业收入主要来源于陶瓷类产品（70.3%）和教育业务（21.7%），教育业务分为教学系统集成（13.6%）和教育培训（8.1%），主营业务毛利主要由陶瓷类产品贡献，占比 50.9%，此外教学系统集成业务和教育培训分别贡献 23.4% 和 13.3% 的毛利。

**图 4：公司 2017H1 营收占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司 2017H1 毛利占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 收购翡翠教育，教育版图更上一层楼

### 2.1 收购方案：发行股份+现金支付，总作价 15.75 亿元

公司拟发行股份及支付现金购买翡翠教育 100% 股权，标的资产对价为 15.75 亿元，其中 7.53 亿元（52.17%）采用发行股份方式支付，发行价为 14.93 元/股；8.22 亿元（47.83%）以现金方式支付。

- 发行股份：**公司拟以 14.93 元/股的价格向交易对方安卓易科技、嘉兴卓智等 10 名股东发行 5503.7 万股股份，拟募集配套资金总额不超过 7.8 亿元。股票锁定期分两类：其一，股份支付股东取得翡翠教育股权已满 12 个月，锁定期为 12 个月；其二，持股时间不足 12 个月，锁定期为 36 个月。

**表 1：股份支付股东具体情况**

| 股份支付股东 | 股份支付金额（元）   | 发行股份数量（股）  | 占比      |
|--------|-------------|------------|---------|
| 安卓易科技  | 172,457,383 | 11,551,063 | 20.99%  |
| 御泓投资   | 211,804,527 | 14,186,505 | 25.78%  |
| 嘉兴卓智   | 165,411,024 | 11,079,104 | 20.13%  |
| 新余信公   | 75,583,616  | 5,062,532  | 9.20%   |
| 新余卓越   | 71,472,534  | 4,787,175  | 8.70%   |
| 普方达    | 48,244,688  | 3,231,392  | 5.87%   |
| 新余创思   | 32,162,349  | 2,154,209  | 3.91%   |
| 纳隆德    | 28,946,347  | 1,938,804  | 3.52%   |
| 新余邦得   | 10,452,298  | 700,086    | 1.27%   |
| 虹佳龙文化  | 5,169,614   | 346,256    | 0.63%   |
| 合计     | 821,704,380 | 55,037,126 | 100.00% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

- ◇ **现金支付：**公司拟向不超过 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，资金总额不超过 7.8 亿元，其中 3000 万用于支付中介费用，7.5 亿元用于支付本次交易的现金对价。股票锁定期为 12 个月。

翡翠教育股东及标的核心管理团队承诺：2017 年度实现净利润 9000 万元、2017 年至 2018 年共计实现净利润 20700 万元、2017 年至 2019 年共计实现净利润 35910 万元。

## 2.2 翡翠教育：强市场导向的 IT 培训后起之秀

### 2.2.1 后起之秀，增长最快的新兴企业之一

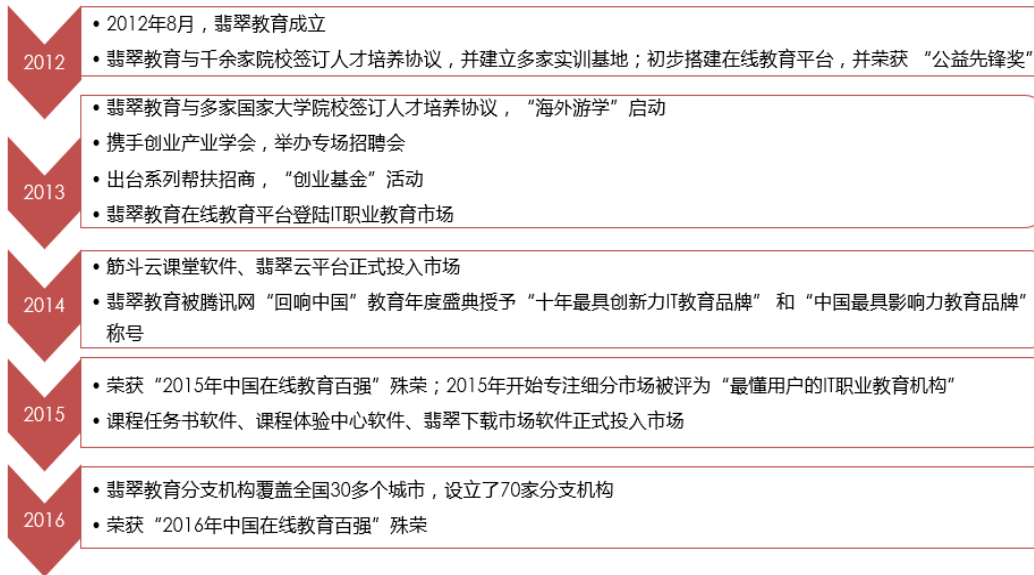
公司是行业不可忽视的新兴力量。翡翠教育成立于 2012 年，是 IT 职业培训领域的新兴力量，目前已发展成为国内知名的全国连锁 IT 职业培训机构。在深耕 IT 培训业务的同时，翡翠教育于 2016 年斥资收购昊育信息，业务类型扩展至教育系统集成及软硬件开发销售业务。**截至 2017 年 4 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 29 个城市，60 余家学校，在 IT 培训行业其覆盖的地区及拥有的网点数量仅次于达内，成为行业以最短时间完成全国布局的公司之一。**

**表 2：翡翠教育成立较晚，属于行业新兴力量**

| 公司名称 | 成立时间 |
|------|------|
| 达内科技 | 2002 |
| 传智播客 | 2006 |
| 火星时代 | 2001 |
| 翡翠教育 | 2012 |
| 千锋教育 | 2011 |
| 易第优  | 2006 |

数据来源：公司官网，西南证券整理

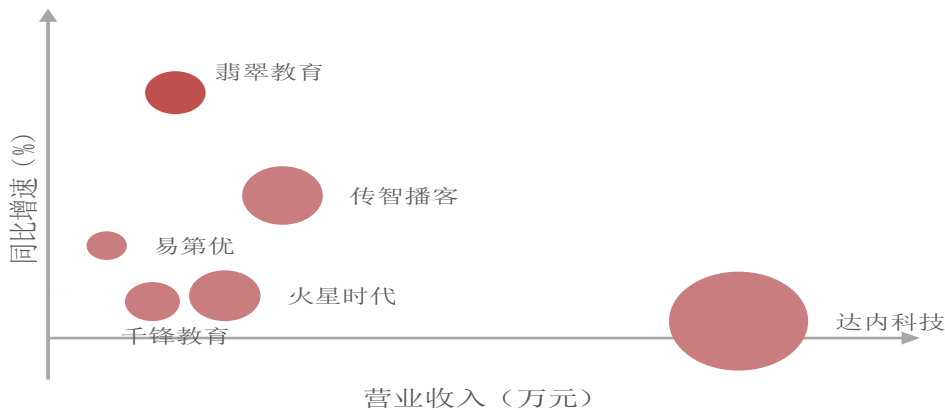
图 6：翡翠教育发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是爬升最快的新兴企业之一。尽管翡翠教育成立时间较晚，但其发展迅猛，营业额连续多年实现翻倍增长。2016年，公司实现营业收入2.92亿元，同比大幅增长297%；扣除吴育信息影响后，实现营收约1.93亿元，同比大幅增长164%。

图 7：公司是发展最快的新兴标的



数据来源：Wind，西南证券整理

IT培训行业目前处于“一超多强”的市场格局：达内科技处于绝对领先地位，传智播客、火星时代、翡翠教育等公司均是业内翘楚，其中翡翠教育增长速度远超其他公司，是IT培训领域后来居上的领先企业。

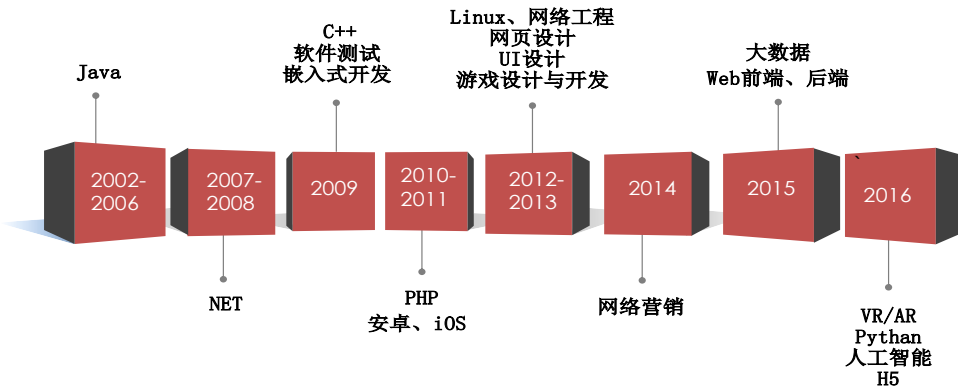
### 2.2.2 市场化基因塑造核心竞争力

正是凭借其深刻的市场化基因，2012年才进入行业的翡翠教育快速崛起，打入IT培训行业前列。



IT 行业是技术迭代较快的行业，技术的迭代发展也造成了行业需求的不断变迁，这为 IT 培训企业提出了较高要求。从业企业需要具备前瞻能力，可以提前预判行业未来发展趋势，从而紧紧抓住人才需求的最新动态。而这恰恰是翡翠教育的优势所在。

图 8：IT 行业技术变化日新月异



数据来源：西南证券

公司管理团队深耕行业多年，具备很深的行业认知，且多为市场出身，具备敏锐的市场嗅觉。创始人曾在北大青鸟、新东方等培训机构担任高级管理人员，在 IT 职业教育培训领域累积丰富经验和知名度。教育研发团队拥有丰富的 IT 企业从业经验或者 IT 培训经验，项目经验丰富，科研能力强。正是依托管理层宝贵的团队管理经验、敏锐的市场嗅觉，公司才得以紧跟行业发展潮流，满足不断变化的市场需求，进而保持行业领先地位。

表 3：管理团队多为市场出身，深耕行业多年

| 姓名  | 现任职位         | 履历                                                                          |
|-----|--------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 鲁志宏 | 董事长          | 2001 年-2004 年，北京北大青鸟信息技术有限公司任职员；                                            |
|     |              | 2004 年-2010 年，汇众益智科技有限公司任经理；                                                |
|     |              | 2011 年-2012 年，北京创思兰德教育科技有限公司任经理；                                            |
|     |              | 2012 年 8 月与其他股东一起创办了北京翡翠教育科技有限公司，现任公司董事长                                    |
| 陈盛东 | 副董事长<br>经理   | 1998 年-2000 年，北京中科希望软件股份有限公司任销售经理；                                          |
|     |              | 2000 年-2002 年，北京阿博泰克北大青鸟信息技术有限公司任北方区首代；                                     |
|     |              | 2002 年-2004 年，香港即时科研集团任北方区总监；                                               |
|     |              | 2004 年-2013 年，北京汇众益智科技有限公司任副总经理；<br>2013 年，北京翡翠教育科技有限公司任副总经理，现任翡翠教育副董事长、经理。 |
| 李振舟 | 董事           | 2005 年-2008 年，北京北大青鸟信息技术有限公司任区域经理；                                          |
|     |              | 2008 年-2012 年，北京汇众益智科技有限公司任校长；                                              |
|     |              | 2012 年 8 月，与其他股东一起创办了北京翡翠教育科技有限公司，现任公司董事。                                   |
| 张熙  | 董事           | 2007 年至 2010 年，汕头迅泰企业有限公司上海分公司任总经理；                                         |
|     |              | 2010 年至 2012 年，上海鑫森电子科技有限公司任总经理；                                            |
|     |              | 2013 年 1 月至今，任上海昊育信息技术有限公司董事长。                                              |
| 李家双 | 完美空间<br>研发总监 | 2002 年-2005 年，河北石家庄北大青鸟新龙校区任教师；                                             |
|     |              | 2005 年-2009 年，河北石家庄新东方职业培训学校任教学总监；                                          |

| 姓名  | 现任职位         | 履历                                   |
|-----|--------------|--------------------------------------|
|     |              | 2009年-2012年，西安思孚创意文化有限公司任项目经理；       |
|     |              | 2012年-2017年4月，北京翡翠教育科技有限公司任技术总监；     |
|     |              | 2017年4月至今，北京完美空间教育科技有限公司任产品研发总监。     |
| 王泰斗 | 完美空间<br>教学总监 | 2004年-2005年，北京航行科技有限公司任软件工程师；        |
|     |              | 2005年-2010年，北京汇众益智科技有限公司任学术部经理；      |
|     |              | 2010年-2012年，凤凰新联合（北京）教育科技有限公司任研究院经理； |
|     |              | 2012年-2014年，北京翡翠教育科技有限公司任学术研发部经理；    |
|     |              | 2015年至今，北京完美空间教育科技有限公司任教学总监。         |
| 范娟  | 完美空间<br>教学经理 | 2005年-2012年，北京汇众益智科技有限公司任教学经理；       |
|     |              | 2012年-2017年4月，北京翡翠教育科技有限公司任教学经理；     |
|     |              | 2017年4月至今，北京完美空间教育科技有限公司任教学经理。       |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**踏准游戏产业发展趋势，适时推出稀缺类课程。**以游戏 UI 设计专业为例，公司 2015 年下半年更新了基于游戏的 UI 设计专业，2016 年该类课程已非常成熟，彼时市场上未有同类精品课程出现，加之游戏产业端人才缺口，给公司留出了巨大的市场空间。**2016 年艺术设计专业（主要为游戏 UI 艺术设计）培训人数占公司整体培训人数的 37% 以上，是公司业绩快速提升的主要原因之一。**

表 4：摸准产业发展脉搏，“艺术设计”课程应时推出

| 课程人数占比 | 2017 年 1-4 月 | 2016  | 2015  |
|--------|--------------|-------|-------|
| 移动互联网  | 22.5%        | 30.2% | 23.5% |
| 艺术设计   | 48.0%        | 37.4% | 0.3%  |
| 程序开发   | 2.2%         | 3.2%  | 13.1% |
| 影视动漫   | 0.3%         | 1.7%  | 15.1% |
| 数字娱乐   | 17.9%        | 16.9% | 47.8% |
| 营销与运营  | 8.8%         | 9.7%  | -     |
| 其他     | 0.2%         | 0.8%  | 0.2%  |
| 合计     | 100%         | 100%  | 100%  |

数据来源：公司公告，西南证券整理（“艺术设计”课程主要为游戏 UI）

公司是如何发掘游戏行业发展契机的？核心逻辑如下：公司通过 CNNIC 发布的《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》数据发现，手游用户增速自 2014 年后明显放缓，而未来为玩家提供更好游戏体验将是游戏厂商增强自身盈利的关键。此外，手机终端 GPU 计算能力、手机存储空间的大幅提升，网络宽带的提速降费为手游市场的爆发奠定了基础条件。**公司预计重度化、精品化网游将是主要发展趋势，这将大大提升对游戏类 UI 设计从业人员水平和数量要求，于是公司在 2015 年初开始研发基于手游的 UI 专业课程。**同时结合翡翠教育职位大数据分析系统的统计，**2015 年下半年该类岗位的需求以每月 50-60% 的速度快速增长，于是公司适时推出 UI 设计专业。**

**多维发力塑造公司核心竞争力。**依托于超强的市场化基因，公司在产品、教学等方面衍生出有别于市场同类企业的核心竞争力。

图 9：多维发力形成竞争优势



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 课程研发超前，产品迭代快速

基于敏锐的市场嗅觉，翡翠教育区别于市场其他竞争对手能较快地进行产品迭代开发，平均 18 个月完成一次产品迭代。公司成立研发团队积极分析市场，并将技术实质应用领域进行拆分，将新鲜市场热点融入实际的技术应用，其课程专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等 6 大板块，下设前端开发、安卓应用开发、IOS 平台开发、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等学科近 20 项。这使得公司课程具备了一定的市场稀缺性，一方面保障了学员良好的就业率和收入水平，另一方面也为公司高客单价提供基础。

图 10：6 大产品线，涵盖多项稀缺课程品类



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 线下授课为主，客户体验绝佳

公司采用线上标准化教学及线下实操结合的“翻转课堂模式”，首先线上标准化教学引导学生完成基础知识学习，而线下课堂则变成学生、老师之间以及学生之间互动的场所。通过答疑解惑、知识实际运用操作等模式，在课堂上老师实际操作指导，充分解决 IT 课程动手难的痛点，教学效果更好，学生满意度高。

图 11：翻转课堂模式，教学效果更佳

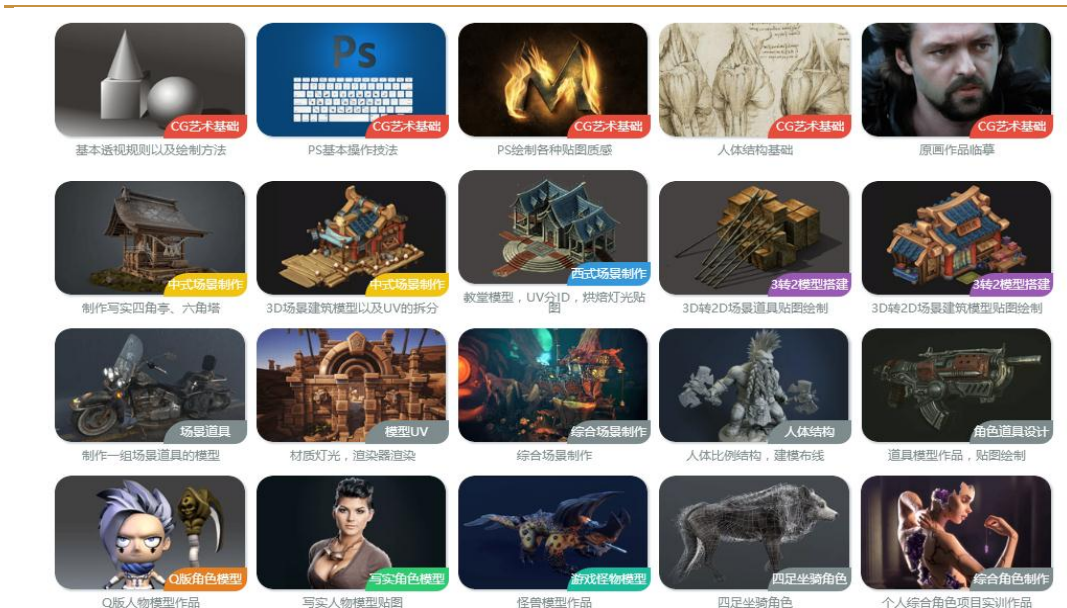


数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ 任务驱动制教学方式保证学以致用

公司采用任务驱动教学法的教学模式，将教学内容转化成商业案例，按工时拆分成不同知识点进行教学，通过任务分解、任务迭代、任务驱动，实现从学到练的过程。以制作照片拼图的游戏软件为例，程序员需要完成 16 个任务，花费 60 个工时左右，公司就将该案例对应拆分成 60 个工时 16 个任务，形成每天的任务材料进行培训。学员在学习整个商业案例后，也掌握了类似的商业案例开发。对于实操性强的教学内容，以典型案例形式，把操作步骤与场景、游戏、演示、学员动手等授课方式结合进行实操练习，并采用教师与项目经理相结合的方式，总部控制教学质量，项目经理负责实操性技术指导，利于学员将理论与实践相结合，保证学以致用。

图 12：游戏模型设计课程大纲



数据来源：公司官网，西南证券整理



➤ 大数据画像精准，毕业生就业率高

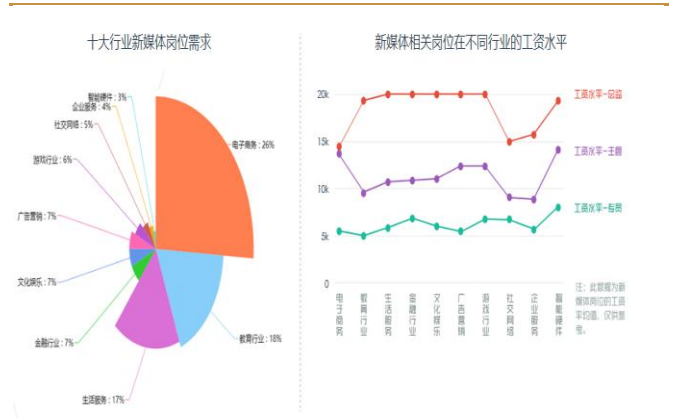
公司成立研发团队积极分析市场，首先产品经理对行业数据进行调研分析，再组织教学产品研发团队进行规划设计。在完成课程研发后，公司针对具体课件进行进一步开发，以实现教学内容全方位标准化，将新的市场需求、新的技术融入到课程体系当中，保障课程设置符合行业发展方式。

图 13：公司对 UI 就业市场数据分析



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：公司对新媒体就业市场数据分析



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司还从**企业拓展、就业技巧讲授、组织就业活动及跟进就业等四个方面**为学员提供就业服务，以确保学员拥有较好的就业前景。

- ✦ 企业拓展：公司与千家企业达成战略合作，优先推荐合适毕业生到合作公司就业；
- ✦ 就业技巧：讲授包括就业基础课程、职场礼仪及职业规划、简历制作、面试技巧等内容，帮助学员做好面试准备；
- ✦ 就业活动：通过组织企业到校宣传、招聘，组织学员到企业参观等形式，营造就业氛围，促进学员快速就业；
- ✦ 就业跟进：通过收集就业学员合格的简历、作品，收集企业与学员的反馈信息等内容，进一步完善对学员的就业指导服务。

图 15：与千家企业达成战略合作



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：与学生签订就业协议



数据来源：公司官网，西南证券整理

符合市场岗位需求的课程设计,加之全面的就业服务,造就了公司较好的毕业生就业率数据。2015年、2016年、2017年1-4月,公司毕业学员就业率依次为95%、96%、94%。从2016年毕业生去向看,学员主要在互联网公司(63%)、游戏公司(19%)、营销公司(7%)、影视公司(2%)等公司工作,就业前景较好。

**表 5: 2015-2017 年 1-4 月公司学员毕业去向**

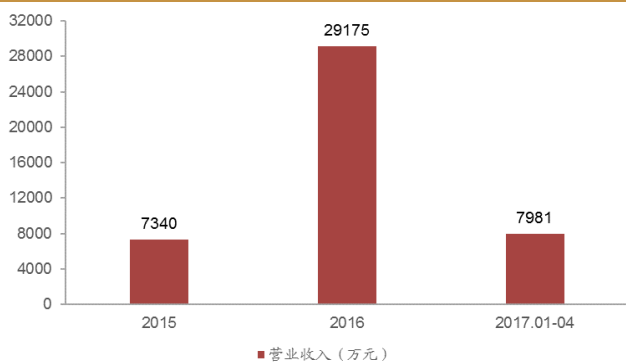
| 公司类型   | 2017年1-4月 |      | 2016年 |      | 2015年 |      |
|--------|-----------|------|-------|------|-------|------|
|        | 人数        | 占比   | 人数    | 占比   | 人数    | 占比   |
| 互联网公司  | 1,892     | 63%  | 5,974 | 63%  | 1,566 | 30%  |
| 游戏公司   | 456       | 15%  | 1,791 | 19%  | 2,509 | 48%  |
| 影视公司   | 10        | 0%   | 146   | 2%   | 638   | 12%  |
| 营销公司   | 336       | 11%  | 660   | 7%   | -     | -    |
| 其他行业公司 | 146       | 5%   | 472   | 5%   | 267   | 5%   |
| 未就业    | 178       | 6%   | 368   | 4%   | 244   | 5%   |
| 合计     | 3,018     | 100% | 9,411 | 100% | 5,224 | 100% |

数据来源:公司公告,西南证券整理。

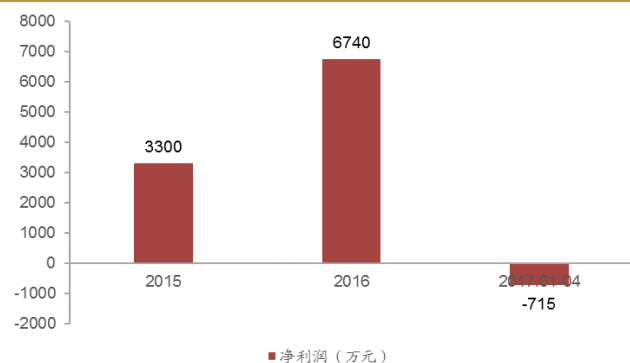
## 2.3 高成长有章可循,业绩实现相对明确

**业绩情况:扩张步伐稳健,业绩实现快速增长。**翡翠教育的营业收入主要来源于教育培训类业务、教育信息化等主营业务收入,部分来源于学生住宿杂费、住宿押金等。公司2015、2016、2017年1-4月份的营业收入分别为7340万元、29175万元和7981万元,其中2016年营收同比增速高达297%,主要因为2016年翡翠教育在南京、南宁、济南、南昌等省会城市、重要城市新设教学中心,同时在原有教学中心新设校区,业务布局进一步扩大,相应的教学中心招生人数、满座率逐步提高,带动营收快速提升。公司拥有独特、标准的教学体系,具备较成熟的盈利模式和知名品牌,能够较为迅速扩张,实现规模发展。

净利润方面,2015、2016、2017年1-4月份依次为3300万元、6740万元和-715万元(已扣除2015、2016年股权激励影响),其中2016年净利增速为104%。2017年1-4月份净利润为负,主要系期间费用占比大所致。报告期内教育培训行业、教育信息化相关业务的季节性因素影响,导致该期间营业收入相对较小,但运营所需的销售费用、管理费用依旧正常支出,同时教育信息化业务拓展等业务的持续开拓所需销售费用和管理费用也相应增长,最终导致翡翠教育净利润下滑。

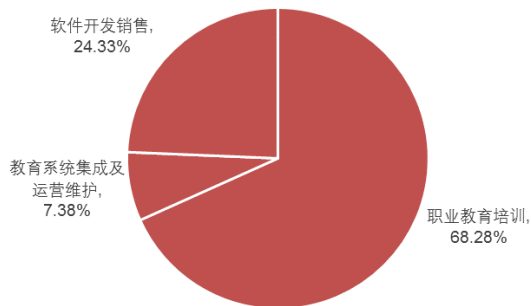
**图 17: 公司 2015 年以来营业收入情况**


数据来源:公司公告,西南证券整理

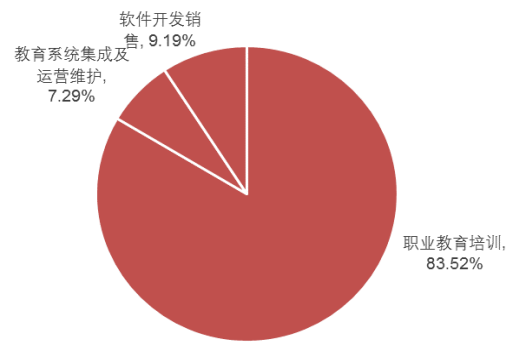
**图 18: 公司 2015 年以来净利润情况**


数据来源:公司公告,西南证券整理

**主营业务：教育培训是业绩主力，教育信息化作为有力补充。**公司主营业务收入包括职业教育培训、教育系统集成及运营维护和软件开发销售，2017年1-4月，职业教育培训业务贡献了68.28%的营业收入，其次是软件开发销售和教育系统集成及运营维护，分别贡献24.33%和7.38%。毛利率方面，职业教育培训、教育系统集成及运营维护和软件开发销售毛利率依次为48.65%、39.25%和15.03%，从毛利贡献来看，职业教育培训贡献了83.53%的毛利，是翡翠教育主要的业绩支撑，教育软件开发销售和教育系统集成及运营维护作为公司业绩的有力补充，分别贡献了9.19%和7.29%毛利。

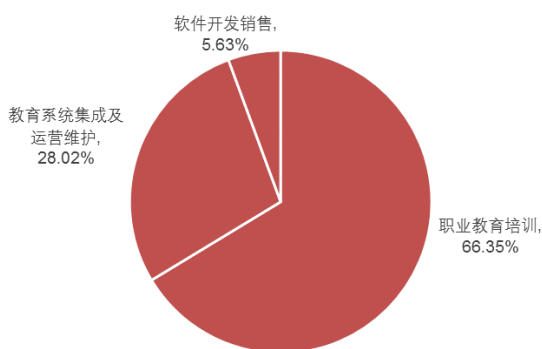
**图 19：公司 2017.01-04 营收占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

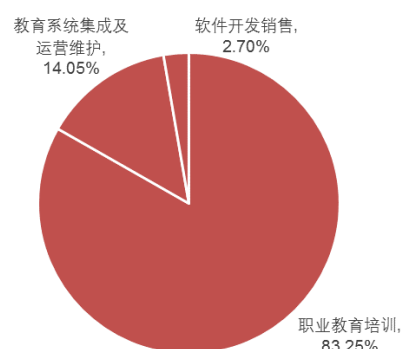
**图 20：公司 2017.01-04 毛利占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

因教育培训行业、教育信息化相关业务的季节性明显，2017年1-4月很有可能不能充分揭示主营结构情况，我们进一步分析2016年主营业务情况。从2016年情况来看，职业教育培训依旧是翡翠教育主要的盈利来源，营收、毛利占比分别高达66%、83%。此外，教育系统集成及运营维护超越软件开发销售成为标的公司第二大收入来源，营收、毛利占比高达28%、14%。硬件开发销售贡献了6%的营收，3%的毛利。

**图 21：公司 2016 年营收占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 22：公司 2016 年毛利占比情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩预测：多网点布局+稀缺性课程+高客单价为实现业绩承诺奠定基础。**翡翠教育承诺2017年承诺实现净利润9000万。公司管理团队拥有市场经验，凭借敏锐的市场嗅觉不断研发开设符合市场需求的稀缺性课程，并建立标准化课程体系，助力公司网点的不断增加，为公司实现业绩奠定良好基础。

## 1) 职业培训业务

从预收款角度来看，翡翠教育 2017 年 1-8 月收款同比增长 55%，与 2016 年全年数据持平。以往历史数据来看，9-12 月份收款占比约在 35%左右。IT 培训行业具备一定的季节性因素，营收和净利润占比均集中在下半年，以达内科技为例，2016 年下半年收入和净利润占比分别为 59.8%和 92.2%。主要是由于 a) 上半年处于职业培训行业的淡季，因此收入确认也相对较少；b) 随着下半年开始逐步确认收入，成本占收入比例逐步减小，净利润开始释放。

表 6: IT 培训行业具有较明显的季节性

| 达内科技财务数据 | 2016.1-3 | 2016.1-6 | 2016.1-9  | 2016      | 2017.1-3 | 2017.1-6 |
|----------|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 营业收入     | 26,946.8 | 63,460.7 | 111,556.6 | 157,960.4 | 33,274.8 | 78,858.1 |
| 占全年收入比例  | 17.06%   | 40.18%   | 70.62%    | 100.00%   | —        | —        |
| 净利润      | -2,449.9 | 1,882.3  | 13,912.1  | 24,185.4  | -2,463.3 | 1,325.1  |
| 占全年净利润比例 | -10.13%  | 7.78%    | 57.52%    | 100.00%   | —        | —        |

数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年 1-8 月，公司 IT 培训业务营收和净利润分别为 1.7 亿和 4858 万元。综合考虑预收款、季节性等因素，我们认为翡翠教育全年业绩相对有保障。

根据草根调研，翡翠教育单个门店每天接待约 6 名客户，转化率在 10%—20%之间。若以 260 天为有效招生时间，13%的转化率计算，那么每家门店每年招生约 202 人。公司目前在我国 29 个城市拥有近 70 个网点。我们以 2.3 万元客单价、25%的净利率水平测算，2017 年职业培训业务实现净利润约为： $70*202*2.3*25%=8131$  万元。

## 2) 教育信息化业务

昊育信息营业收入主要来源于教育系统集成及软硬件开发销售两部分。结合昊育信息以往业绩情况，昊育信息 2016 年实现营业收入 12594.7 万元，净利润 2553.4 万元，净利率 20%；2017 年 1-8 月份营业收入 6972.4 万元，净利润为 167.2 万元，较去年同期有提升显著。考虑到前三季度规模达 1.5 亿元的在手订单，我们对全年业绩情况相对乐观。

表 7: 2017 年昊育信息业绩表现良好

| 年份       | 2016.01-09 | 2016.10-12 | 2016    | 2017.01-08 |
|----------|------------|------------|---------|------------|
| 营业收入(万元) | 2812.3     | 9782.4     | 12594.7 | 6972.4     |
| 净利润(万元)  | -387.1     | 2940.5     | 2553.4  | 167.2      |
| 净利率      | -14%       | 30%        | 20%     | 2%         |

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据既有数据，我们分别从保守、中性和乐观三个角度进行预测：

- ◇ **保守预测：**我们假设 2017 年营业收入较 2016 年增长 10%，全年净利率以 20%计算，昊育信息 2017 年实现净利润  $12594.7*(1+10%)*20%=2770.8$  万元。翡翠教育持有标的公司 51%股权，并表后将贡献 1413.1 万元净利润。



- ◇ **中性预测：**我们假设 2017 年营业收入较 2016 年增长 30%，全年净利率以 22% 计算，吴育信息 2017 年实现净利润  $12594.7 * (1+30%) * 22% = 3602.1$  万元，并表后将贡献 1837.1 万元净利润。
- ◇ **乐观预测：**我们假设 2017 年营业收入较 2016 年增长 70%，全年净利率以 25% 计算，吴育信息 2017 年实现净利润  $12594.7 * (1+70%) * 25% = 5352.8$  万元。翡翠教育持有标的公司 51% 股权，并表后将贡献 2729.9 万元净利润。

**表 8：2017 年吴育信息业绩预测**

| 业绩预测     | 保守预测    | 中性预测    | 乐观预测    |
|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（万元） | 13854.2 | 16373.1 | 21411.0 |
| 净利润（万元）  | 2770.8  | 3602.1  | 5352.8  |
| 净利率      | 20%     | 22%     | 25%     |

数据来源：西南证券

由此，职业教育贡献净利润 8131 万元，教育信息化业务至少贡献净利润 1413 万元，则 2017 年翡翠教育预计可实现净利润 9544 万元，承诺业绩实现相对明确。

### 3 文化长城：陶瓷教育并驾齐驱，业绩成长拭目以待

#### 3.1 陶瓷：传承+创新稳固主业地位

公司立足艺术陶瓷国际贸易，打造“有家就有长城瓷”的瓷艺连锁品牌。面对陶瓷行业洗牌的困境，公司积极开发适销对路产品，加大推广力度，抢占优质资源渠道，实现业绩突破。公司秉持着以“文化创意、科技创新”为理念，在传承陶瓷文化的基础上融入文化创意，提升陶瓷品品质及吸引力，从而提高产品附加值，在自主品牌、营销渠道、资源整合等方面更具竞争优势，从而稳固了公司传统主业。

**图 23：公司陶瓷业务四大体系**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**1) 品牌优势:** 公司凭借多年经验积累, 在国内外享有较高的知名度和品牌, 树立良好口碑。同时, 在传承传统陶瓷文化基础上, 融合创新元素, 公司自主研发了“宫廷式特种工艺陶瓷系列产品”和“镶嵌式抗菌陶瓷编织工艺制品”等产品在国内处于领先地位, 并获得广东省“优秀新产品”和“重点新产品”等称号, 形成独特竞争优势, 进一步建立了品牌形象。

**2) 营销渠道:** 公司双拳出击进军国内外市场, 与重要客户建立良好关系。国外市场, 公司产品行销全球 68 个国家, 拥有 120 多业务往来频繁的长期客户, 同时与国外知名经销商保持长期稳定的供销关系; 国内市场上, 公司在本土的品牌形象因文化同源更易于让国内消费者接受, 良好的品牌形象及文化渊源助力公司进一步稳固了在国内市场。

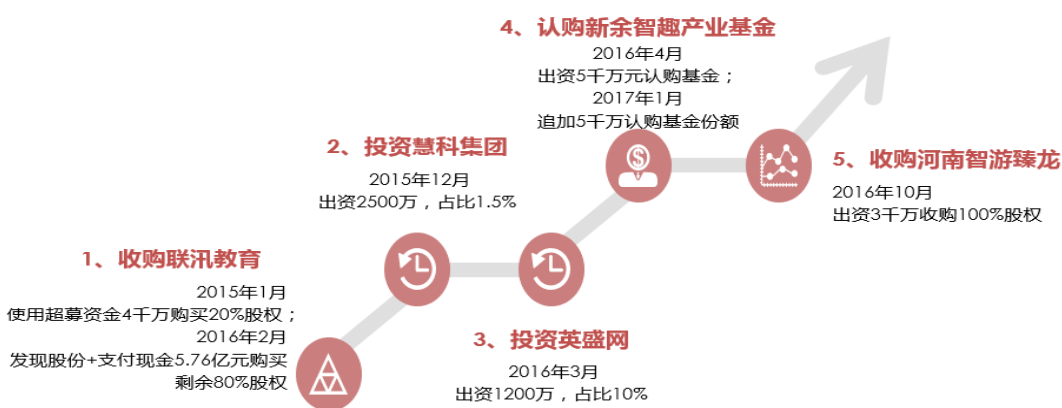
**3) 资源整合:** 公司内外协调充分整合资源优势: a、对内, 公司充分挖掘利用当地优质的瓷土矿资源和潮州市完整的陶瓷产业配套资源, 将部分简单生产环节外包给其他企业, 转而主攻研发设计和市场营销, 在保证产品质量同时提高盈利能力与市场反应度; b、对外, 公司合作国内知名工艺美术大师、国际知名陶瓷工作室, 共同开发产品, 并将大量自主创新技术运用到现代艺术陶瓷烧制中, 产品兼具历史文化底蕴和现代艺术美感。

2017 上半年, 公司陶瓷类产品业务实现营业收入 1.57 亿元, 同比下降 19.04%, 毛利率为 30.13%, 同期增长 1.67%。随着公司对陶瓷类产品的持续推进, 有望实现业绩回升。

## 3.2 教育: 协同+互补深化教育布局

公司通过参股、收购等方式, 已经持有联讯教育、智游臻龙等教育相关企业, 并参股了英盛网、成立了教育产业类并购基金, 逐步发展并聚焦教育产业链。上市公司完成了线上与线下的教育融合, 打造了“在校学生—职场新人—职场专业人士”各阶段成长链条。

图 24: 公司教育产业布局进程



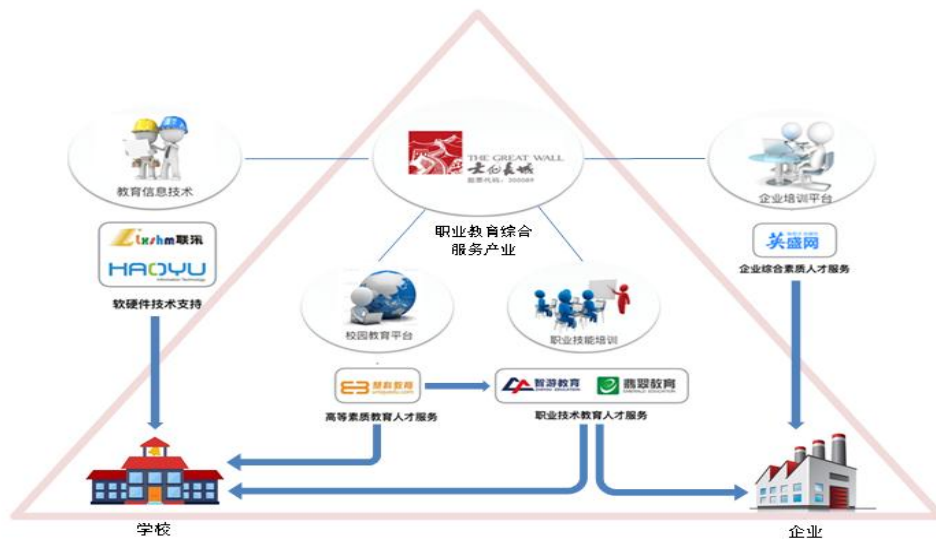
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司收购翡翠教育后, 翡翠教育与智游臻龙、联讯教育、慧科教育、英盛网等教育标的在业务上形成较强的互补, 由此形成了自上而下的产业布局:

- ◇ **宏观层面,** 公司服务客户覆盖了学校、机构、企业三大主体, 通过建立与上游学校和下游企业的联系, 有利于打通上下游渠道, 实现三大主体融合互通;

- ◇ **中观层面**，公司选择的职业教育细分领域中需求空间大、爆发力强的 IT 职业培训细分赛道，为未来发展提供广阔空；
- ◇ **微观层面**，公司合作的企业都是细分赛道上优质企业，有助于公司更快实现教育战略目标。

图 25：收购翡翠教育后公司教育产业整体布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.1 现有教育业务表现优秀，是公司业绩基石

**联讯教育：**标的公司是教育信息化领先企业，具备丰富行业经验和一定技术优势，近年业务结构不断优化、异地拓展逐步推进，公司核心竞争力得到显著增强。2017 上半年，标的公司实现营业收入 3754 万元，净利润 1618 万元。联讯教育承诺 2016-2018 年度实现归母净利润不低于 6000、7800、10000 万元，2016 年实现归母净利润 6130 万元。

**智游臻龙：**标的公司秉承产、学、研一体化理念，拥有丰富职业培训经验、完善的课程体系，是公司教育产业布局发展的重要一环。上半年，公司实现营业收入 2691 万元（YOY+55.9%），净利润 733 万元（YOY+105.7%）。智游臻龙承诺 2016-2019 年度实际实现净利润不低于 1600 万元、2500 万元、3250 万元和 4225 万元。

2017 上半年，公司教育系统集成业务实现营业收入 3.03 亿元，毛利率高达 71.63%。目前，公司教育业务营收和毛利占比分别达到 30%和 49%，已成为公司新的业绩增长点。

### 3.2.2 教育业务协同性强，是业绩腾飞之翅

翡翠教育收购完成后，公司将会在联讯教育、翡翠教育、智游臻龙、英盛网等现有教育业务基础上，进一步完善在教育行业的产业链布局。联讯教育、英盛网均与各类高等院校、职业院校及企业单位保持良好合作关系，在 IT 职业教育招生、信息化及就业方面均能够与翡翠教育形成协同效应，有利于公司业务规模的进一步扩展。具体表现为：

1) 智游臻龙与翡翠教育教学资源互补性强：二者均从事 IT 职业培训，课程设计上仅有部分基础专业重叠，互补性强。智游臻龙与翡翠教育在校区分布、课程内容、课程研发、师资力量等教学资源互补性强，能够形成良好协同效应。

图 26：智游臻龙与翡翠教育业务协同



数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 昊育信息与联讯教育市场资源互补：昊育信息与联讯教育均从事教育类客户系统集成业务，服务对象主要是各教育类客户及中小、职业学校，同时，昊育信息布局华东、联讯教育布局华南，二者在市场资源方面存在互补，可通过交叉销售实现业务协同，进而扩大在全国的市场份额。

图 27：昊育信息与联讯教育业务协同



数据来源：公司公告，西南证券整理

3) 翡翠教育与昊育信息用户资源互补：翡翠教育依托在 IT 培训内容和技術上的优势，为院校提供线上课程及 SaaS 管理系统服务，而昊育信息为多家职业院校提供教育信息化及解决方案等，间接实现职业院校学生用户的导流，积累了大量的学生，老师和学校“用户群体”，通过对接雇主企业输送人才积累了企业用户群体，从而具备了搭建校企平台的基础。

图 28: 翡翠教育与昊育信息业务协同



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与投资建议

不考虑收购翡翠教育影响, 预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.0 亿、1.3 亿和 1.6 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.24 元、0.30 元、0.37 元。假设翡翠教育 2018 年 1 月份并表, 则 2018-2019 年分别贡献 1.27 亿、1.52 亿元归母净利润, 对应的摊薄后 EPS 分别为 0.46 元、0.58 元。考虑到并购事项的不确定性, 基于审慎原则, 我们维持“增持”评级。

## 5 风险提示

市场竞争加剧的风险, 业务整合或不及预期的风险, 并购企业业绩实现或不及承诺的风险, 外延并购或无法达成的风险。



**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                |                | 现金流量表 (百万元)       |                |                |               |               |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E         | 2019E         |
| 营业收入          | 452.39         | 596.44         | 653.91         | 717.66         | 净利润               | 136.76         | 103.87         | 128.86        | 160.90        |
| 营业成本          | 289.27         | 309.98         | 316.26         | 325.05         | 折旧与摊销             | 28.99          | 24.26          | 24.26         | 24.26         |
| 营业税金及附加       | 6.40           | 8.35           | 9.15           | 10.05          | 财务费用              | 1.75           | 27.10          | 34.47         | 35.67         |
| 销售费用          | 39.16          | 53.68          | 58.85          | 64.59          | 资产减值损失            | 9.38           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 61.33          | 78.73          | 86.32          | 94.73          | 经营营运资本变动          | -49.45         | -141.40        | -31.55        | -38.46        |
| 财务费用          | 1.75           | 27.10          | 34.47          | 35.67          | 其他                | 25.42          | -3.54          | 0.38          | 0.27          |
| 资产减值损失        | 9.38           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>152.85</b>  | <b>10.29</b>   | <b>156.42</b> | <b>182.66</b> |
| 投资收益          | 96.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -896.51        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 459.31         | -222.00        | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-437.19</b> | <b>-222.00</b> | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>141.11</b>  | <b>118.60</b>  | <b>148.86</b>  | <b>187.56</b>  | 短期借款              | 3.77           | -199.77        | -25.00        | -27.00        |
| 其他非经营损益       | 2.32           | 6.54           | 6.40           | 6.30           | 长期借款              | 90.00          | 217.00         | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>143.43</b>  | <b>125.14</b>  | <b>155.26</b>  | <b>193.86</b>  | 股权融资              | 825.48         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 6.67           | 21.27          | 26.39          | 32.96          | 支付股利              | -3.00          | -6.84          | -5.19         | -6.44         |
| 净利润           | 136.76         | 103.87         | 128.86         | 160.90         | 其他                | -386.25        | 286.90         | -34.47        | -35.67        |
| 少数股东损益        | -0.04          | -0.03          | -0.03          | -0.04          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>530.00</b>  | <b>297.29</b>  | <b>-64.66</b> | <b>-69.12</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 136.80         | 103.90         | 128.90         | 160.95         | <b>现金流量净额</b>     | <b>247.33</b>  | <b>85.58</b>   | <b>91.76</b>  | <b>113.54</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                |                | 财务分析指标            |                |                |               |               |
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E         | 2019E         |
| 货币资金          | 560.62         | 646.19         | 737.96         | 851.49         | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 286.22         | 372.38         | 406.31         | 438.96         | 销售收入增长率           | 1.68%          | 31.84%         | 9.63%         | 9.75%         |
| 存货            | 105.58         | 117.22         | 119.29         | 122.45         | 营业利润增长率           | 1996.71%       | -15.96%        | 25.52%        | 26.00%        |
| 其他流动资产        | 20.34          | 53.68          | 58.85          | 64.59          | 净利润增长率            | 1003.79%       | -24.05%        | 24.07%        | 24.86%        |
| 长期股权投资        | 107.93         | 329.93         | 329.93         | 329.93         | EBITDA 增长率        | 356.30%        | -1.10%         | 22.14%        | 19.23%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 188.37         | 173.98         | 159.59         | 145.19         | 毛利率               | 36.06%         | 48.03%         | 51.64%        | 54.71%        |
| 无形资产和开发支出     | 1168.10        | 1158.30        | 1148.51        | 1138.71        | 三费率               | 22.60%         | 26.74%         | 27.47%        | 27.17%        |
| 其他非流动资产       | 17.69          | 17.62          | 17.54          | 17.47          | 净利率               | 30.23%         | 17.41%         | 19.71%        | 22.42%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>2454.86</b> | <b>2869.30</b> | <b>2977.97</b> | <b>3108.81</b> | ROE               | 7.78%          | 5.60%          | 6.51%         | 7.54%         |
| 短期借款          | 357.77         | 158.00         | 133.00         | 106.00         | ROA               | 5.57%          | 3.62%          | 4.33%         | 5.18%         |
| 应付和预收款项       | 65.39          | 56.02          | 63.69          | 67.24          | ROIC              | 11.53%         | 7.29%          | 8.79%         | 10.61%        |
| 长期借款          | 90.00          | 307.00         | 307.00         | 307.00         | EBITDA/销售收入       | 37.99%         | 28.50%         | 31.75%        | 34.49%        |
| 其他负债          | 182.84         | 492.40         | 494.73         | 494.55         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>696.00</b>  | <b>1013.41</b> | <b>998.42</b>  | <b>974.79</b>  | 总资产周转率            | 0.25           | 0.22           | 0.22          | 0.24          |
| 股本            | 434.80         | 434.80         | 434.80         | 434.80         | 固定资产周转率           | 2.63           | 3.33           | 3.97          | 4.77          |
| 资本公积          | 1026.57        | 1026.57        | 1026.57        | 1026.57        | 应收账款周转率           | 2.18           | 2.44           | 2.38          | 2.38          |
| 留存收益          | 297.16         | 394.22         | 517.92         | 672.43         | 存货周转率             | 2.81           | 2.65           | 2.59          | 2.59          |
| 归属母公司股东权益     | 1758.54        | 1855.59        | 1979.30        | 2133.80        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 109.38%        | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.32           | 0.29           | 0.26           | 0.21           | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1758.86</b> | <b>1855.88</b> | <b>1979.55</b> | <b>2134.01</b> | 资产负债率             | 28.35%         | 35.32%         | 33.53%        | 31.36%        |
| 负债和股东权益合计     | 2454.86        | 2869.30        | 2977.97        | 3108.81        | 带息债务/总负债          | 64.33%         | 80.42%         | 79.12%        | 78.27%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.03           | 5.17           | 6.15          | 7.72          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.81           | 4.66           | 5.60          | 7.08          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 2.19%          | 6.58%          | 4.03%         | 4.00%         |
| 业绩和估值指标       |                |                |                |                | 每股指标              |                |                |               |               |
|               | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                |                |               |               |
| EBITDA        | 171.85         | 169.96         | 207.59         | 247.50         | 每股收益              | 0.31           | 0.24           | 0.30          | 0.37          |
| PE            | 47.45          | 62.48          | 50.36          | 40.33          | 每股净资产             | 4.05           | 4.27           | 4.55          | 4.91          |
| PB            | 3.69           | 3.50           | 3.28           | 3.04           | 每股经营现金            | 0.35           | 0.02           | 0.36          | 0.42          |
| PS            | 14.35          | 10.88          | 9.93           | 9.05           | 每股股利              | 0.01           | 0.02           | 0.01          | 0.01          |
| EV/EBITDA     | 37.23          | 39.09          | 31.44          | 25.80          |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 0.05%          | 0.11%          | 0.08%          | 0.10%          |                   |                |                |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |                                          |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 郎珈艺     | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
|    | 程建雄     | 机构销售   | 021-68415020  | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |