

业绩符合预期, 教育产业稳健布局

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度实现营业收入3.7亿元, 同比增长10.7%, 归母净利润4994万元, 同比下降54.4%, 扣非后归母净利润4627万元, 同比下降58%; 三季度单季实现营业收入1.5亿元, 同比增长8.2%, 归母净利润3198万元, 同比下降67.6%, 扣非后归母净利润3169万元, 同比下降68.2%。
- **业绩大幅变动主要受去年联讯教育股权增值影响。** 公司本期归母净利润同比下降54.4%, 若扣除联讯教育20%股权增值影响, 则同比上升233%。此外, 公司销售费用同比增长49%, 主要联讯教育、智游臻龙并表所致; 财务费用同比增长576%, 主要是汇率变化影响及借款利息增加所致; 投资收益同比下降99%, 主要是上年联讯教育20%股权增值导致今年相比上年大幅下降; 营业外支出同比下降98%, 主要是上年对外捐赠200万导致今年同比大幅下降。
- **作价15.75亿元收购翡翠教育, 教育布局再落一子。** 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, 购买资产发行股份发行价为14.93元/股。10月24日公司公告, 已收到中国证监会行政许可申请受理通知, 收购计划进展顺利。
 - 1) 公司是IT培训领域增长最快的新兴企业之一。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。
 - 2) 公司管理团队多为市场出身, 其创始人皆来自曾经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。
 - 3) 2017年大概率可完成业绩对赌。翡翠教育承诺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。经过审慎测算, 我们认为翡翠教育2017年业绩对赌完成率较高。
- **聚焦教育产业链, 教育版图日趋完善。** 公司先后收购联讯教育、智游臻龙、翡翠教育, 参股慧科集团、英盛网等, 逐步聚焦教育产业链构建, 教育版图日趋完善。

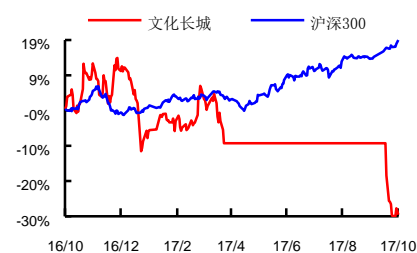
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	452.39	596.44	653.91	717.66
增长率	1.68%	31.84%	9.63%	9.75%
归属母公司净利润(百万元)	136.80	103.90	128.90	160.95
增长率	1004.09%	-24.05%	24.07%	24.86%
每股收益EPS(元)	0.31	0.24	0.30	0.37
净资产收益率ROE	7.78%	5.60%	6.51%	7.54%
PE	37	49	39	32
PB	2.89	2.74	2.57	2.38

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)	11.6-18.85
总市值(亿元)	50.78
总资产(亿元)	26.84
每股净资产(元)	4.06

相关研究

1. 文化长城(300089):教育版图再添翡翠, 陶瓷教育共筑长城 (2017-10-12)
2. 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)
3. 文化长城(300089):教育业务增厚业绩, 持续看好未来发展 (2017-04-11)

1) **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，通过异地拓展逐步推进，公司核心竞争力得到显著增强。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。

2) **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。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。

各标的公司在业务上形成较强互补，形成自上而下产业布局：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。因并购事项存在不确定性，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。

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	经营活动现金流净额	152.85	10.29	156.42	182.66
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	投资活动现金流净额	-437.19	-222.00	0.00	0.00
营业利润	141.11	118.60	148.86	187.56	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
利润总额	143.43	125.14	155.26	193.86	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	筹资活动现金流净额	530.00	297.29	-64.66	-69.12
归属母公司股东净利润	136.80	103.90	128.90	160.95	现金流量净额	247.33	85.58	91.76	113.54
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	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	2454.86	2869.30	2977.97	3108.81	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	营运能力				
负债合计	696.00	1013.41	998.42	974.79	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	资本结构				
股东权益合计	1758.86	1855.88	1979.55	2134.01	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%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.24	0.30	0.37
					每股净资产	4.05	4.27	4.55	4.91
					每股经营现金	0.35	0.02	0.36	0.42
					每股股利	0.01	0.02	0.01	0.01
业绩和估值指标									
EBITDA	171.85	169.96	207.59	247.50					
PE	37.12	48.88	39.40	31.55					
PB	2.89	2.74	2.57	2.38					
PS	11.23	8.51	7.77	7.08					
EV/EBITDA	29.01	30.77	24.63	20.09					
股息率	0.06%	0.13%	0.10%	0.13%					

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