

增持

——维持

开元股份 (300338)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2017年12月25日

行业: 教育



职教龙头开疆拓土，打造第一梯队阵营

分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116060005

■ 投资摘要

公司通过收购国内会计实操培训行业龙头恒企教育和领先的在线职业教育平台中大英才成功转型职业教育。2017年上半年，公司职业教育业务实现收入2.07亿元，营收占比超过66%；实现毛利1.66亿元，毛利占比超过75%；实现归属净利润0.54亿元，净利润占比超过98%。职业教育已经成为公司发展的核心驱动力，公司成为A股最为纯正的职业教育标的。

基本数据 (2017.12.22)

报告日股价 (元)	21.76
12mth A 股价格区间 (元)	19.34/26.40
总股本 (百万股)	339.62
无限售 A 股/总股本	49.78%
流通市值 (亿元)	36.79
每股净资产 (元)	6.06
PBR (X)	3.59

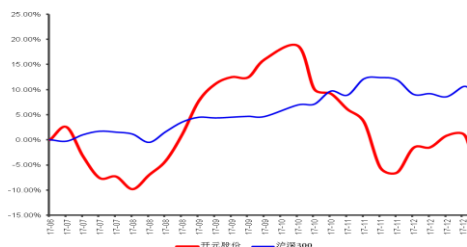
主要股东 (2017Q3)

罗建文	15.90%
罗华东	13.23%
罗旭东	13.22%
江勇	9.72%
前海开源基金	4.23%

收入结构 (2017H1)

职业教育	66.15%
仪器仪表	33.47%
其他	3.75%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《开元仪器 (300338) 2017Q1 季报点评: 教育并表业绩大幅提升, 盈利能力增强》

《开元股份 (300338) 2017 年中报点评: 恒企 & 中大并表业绩亮眼, 职教龙头成长可期》

《开元股份 (300338) 2017Q3 季报点评: 职教业务稳定增长, 盈利能力逐季提升》

恒企教育: 国内会计实操培训龙头, 处于量价齐升的高速增长阶段

招生人数方面, 2017年上半年恒企累计招生约5.6万人, 同比增长近27%; 客单价方面, 2016年恒企会计培训客单价约为4000元/人, 随着会计从业资格证考试等低端课程减少, “猎才计划”“卓越计划”等中高端产品推出, 预计今年客单价有望增长20%以上, 此外IT培训客单价较高, 约为1.5-1.6万/人。未来公司在课程品类 (提高中高端课程占比)、校区数量 (根据业绩承诺, 未来4年约新增130家校区, 且发展“百城千校”的加盟业务)、赛道布局 (拓展赛道至IT、设计、高校等领域)、融合中大英才发展在线教育等多方面依旧具备较强发展潜力。恒企教育董事长兼总经理江勇及其一致行动人江胜增持公司股份1125万股, 占总股本的3.31%, 且上调2017-2018年业绩承诺, 并新增2019年业绩承诺, 2017-2019年承诺扣非净利润累积不低于6亿元, 体现出恒企教育对于自身未来发展前景的信心。

中大英才: 国内领先的在线职业教育平台, 与恒企教育发挥协同效应, 深度融合双向促进

中大英才为恒企教育导入线上海量用户流量, 并利用互联网技术助推恒企教育在线订单迅猛增长; 恒企教育利用线下近300个网点的推广能力促进了中大英才的学员转化率, 且输出优质的教学内容, 使得中大英才订单成交量及收入呈高速增长态势。

教育团队绑定程度高: 恒企教育20.66%+中大英才1.83%, 教育团队合计持股比例约达22.49%。公司控股股东、实际控制人罗氏家族持股比例则进一步降至32.31%。教育团队持股比例较高, 激励较为充分。

粤民投举牌: 粤民投通过旗下昌都高腾持有公司近5.02%的股权, 彰显资本对于公司职业教育发展前景的认可, 同时公司引入战略投资者使得股权结构进一步优化。

存在外延并购预期: 恒企教育申请3亿元授信额度, 公司提供保证担保。主要用于并购教育产业链上下游项目, 扩展IT、设计等领域的复制能力。

■ 盈利预测

暂不考虑天琥教育股权收购影响，我们维持公司盈利预测，预计2017-2019年归属净利润分别为1.80/2.42/3.05亿元，对应EPS分别为0.53/0.71/0.90元/股，对应PE分别为41X/30X/24X（按2017年12月22日收盘价21.76元/股计算）。若考虑天琥教育股权收购影响，假设2017年天琥教育并表11-12月，且未来业绩承诺达标并均分至每月，则公司2017-2019年备考归属净利润分别为1.81/2.52/3.21亿元，对应EPS分别为0.53/0.74/0.94元，对应PE分别为41X/29X/23X（同上）。我们认为，公司职业教育业务贡献了绝大部分的公司营收和净利，公司已属于纯正的A股职业教育标的，且恒企教育和中大英才均保持快速增长，有望持续释放业绩。维持“增持”评级。

■ 风险提示

校区扩张不及预期、传统业务竞争加剧风险、商誉减值风险、政策风险等。

■ 数据预测与估值：

至12月31日（¥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	340.92	944.13	1178.86	1406.34
年增长率	20.69%	176.93%	24.86%	19.30%
归属于母公司的净利润	5.89	179.51	242.42	305.23
年增长率	55.31%	2946.95%	35.04%	25.91%
每股收益（元）	0.02	0.53	0.71	0.90
PER（X）	1254.34	41.17	30.49	24.21

注：有关指标按当年股本摊薄（股价为2017/12/22收盘价）

目 录

一、公司概况	6
1.1 发展历程：传统煤质检测仪器设备龙头转型职业教育	6
1.2 股权结构：教育团队绑定程度高，引入战投优化股权	7
1.3 财务分析：职业教育成为业绩增长主力	8
二、行业分析	10
2.1 受政策扶持，职业教育乘风起	10
2.2 需求端：高端职业教育有市场，在线模式渐获认可	12
2.3 会计培训百亿市场，高端培训和实操培训将成主流	14
2.4 会计培训行业格局分散，全国性龙头享有先发优势	16
三、恒企教育：国内会计实操培训龙头	18
3.1 会计实战起家，15 年发展积淀业内口碑	18
3.2 财务分析：处于盈利释放的高速发展阶段	20
3.3 研发实力和师资团队雄厚，在线教育快速发展	22
3.4 校区运营能力成熟，推动全国市场扩张	24
3.5 收购多迪科技，拓展 IT 培训赛道	27
3.6 收购天琥教育，拓展设计培训赛道	29
3.7 未来增长：扩品类、布校区、拓赛道	31
四、中大英才：国内领先的在线职业教育平台	34
4.1 发挥流量优势，与恒企深度融合	34
4.2 财务分析：业绩进入稳步发展的快车道	35
五、盈利预测	37
5.1 预测假设	37
5.2 投资逻辑及盈利预测	38
图	
图 1 恒企教育官网	6
图 2 中大网校官网	7
图 3 公司股权结构	8
图 4 公司收入及增速（百万元，%）	9
图 5 公司归属净利润及增速（百万元，%）	9
图 6 职业教育已成为公司业绩增长主力（2017H1）	9
图 7 公司毛利率&净利率水平	10
图 8 公司费用率水平	10
图 9 我国职业教育体系	11
图 10 职业教育相关的全国公共财政支出情况（亿元）	12
图 11 用户参加的培训类别	13
图 12 用户能接受的最高职业教育课程价格（每学期）	13
图 13 用户参加的培训类别	14
图 14 各细分领域在线职业教育渗透率（n=2484）	14
图 15 我国各级会计人才已有数量及规划（万人）	15
图 16 考证培训领域中华会计网校市占率 70% 以上	17
图 17 实操培训市场 CR3 为 7.03%，格局高度分散	17
图 18 会计培训机构校区数量比较	18

图 19 恒企教育所获奖项	20
图 20 恒企教育营收及增速 (百万元, %)	21
图 21 恒企教育归属净利润及增速 (百万元, %)	21
图 22 恒企教育分业务收入 (百万元, %)	21
图 23 恒企教育业务结构 (2016 年, %)	21
图 24 恒企教育分业务毛利率情况 (%)	22
图 25 恒企教育费用率水平 (%)	22
图 26 恒企教育会计培训课程体系	23
图 27 恒企教育建立严格的教师选聘制度	23
图 28 恒企教育 6 大智能化学习系统	24
图 29 恒企教育校区数量 (所)	25
图 30 恒企教育招生人数规模	25
图 31 恒企教育与仁和会计、达内会计学院校区区域分布比较 (所)	26
图 32 恒企教育网点多分布在非一线城市	26
图 33 恒企教育校长以内部培养为主、外部空降为辅	27
图 34 恒企教育员工岗位及人数 (截止 2017H1)	27
图 35 多迪科技校区分布	28
图 36 多迪科技课程体系	28
图 37 多迪科技营业收入及增速 (百万元)	28
图 38 多迪科技净利润及增速 (百万元)	28
图 39 多迪科技校区数量 (所)	29
图 40 天琥教育在全国拥有 32 所校区	30
图 41 天琥教育课程体系	30
图 42 天琥教育校区数量 (所)	31
图 43 恒企教育各类课程的客单价水平 (元, 上海地区)	32
图 44 恒企教育校区数量规划 (所)	32
图 45 恒企教育校区自营为主、加盟为辅	33
图 46 恒企旗下学来学往面向县级市场开展加盟业务	33
图 47 恒企教育构建六驾业务马车	34
图 48 中大英才与恒企教育深度融合	35
图 49 中大英才营收及增速 (百万元, %)	35
图 50 中大英才净利润及增速 (百万元, %)	35
图 51 中大英才分业务收入 (万元, %)	36
图 52 中大英才业务结构 (2016 年 1-8 月, %)	36
图 53 中大英才分业务毛利率情况 (%)	36
图 54 中大英才费用率水平 (%)	36

表

表 1 恒企教育和中大英才业绩承诺	7
表 2 职业教育相关政策	11
表 3 历年会计考试报名人数 (万人)	14
表 4 实操会计与考证会计比较	15
表 5 代表企业会计培训客单价水平 (元)	16

表 6 全国会计考试培训市场规模测算.....	16
表 7 会计实操领域三大全国性品牌比较.....	17
表 8 恒企教育发展历程.....	19
表 9 天琥教育财务数据.....	30
表 10 公司 2017-2019 年业绩数据预测（百万元）.....	37

一、公司概况

1.1 发展历程：传统煤质检测仪器设备龙头转型职业教育

开元股份成立于1992年，2010年完成股份制改造，2012年登陆创业板，是国内煤质分析仪器行业第一家上市公司。公司产品广泛应用于电力、煤炭等一切和煤燃烧相关的领域，典型客户包括国电、华电、华能、中电投、大唐等大型电力集团和神华、中煤等大型煤炭集团，已累计为5000余家客户提供煤质检测仪器设备2万多台套。近几年受煤炭价格及产销量持续低位运行影响，公司传统的煤质检测仪器设备的市场需求进一步下降，产品订单及收入与利润持续下降。公司一方面不断加大对燃料智能化管理的投资，以巩固并提升燃料智能化管理系统业务；另一方面采用产融结合的方式快速介入教育产业等新经济领域。2016年，公司拟发行股份及支付现金购买职业教育领域的恒企教育100%股权和中大英才70%股权；2017年2月，公司正式完成对恒企教育和中大英才的收购，职业教育成为公司未来发展的新动力。

恒企教育是国内会计职业教育培训的领军品牌，提供先进会计技术，为各行业培养实战型会计人才。2002年成立，发展至今通过连锁经营方式在全国23个省、141座城市设立了261个校区。基于“教育+互联网”的经营思想，恒企教育借助全国教育网点资源和领先的互联网技术，走出了一套科学的“O2O个性化教育和O2O终生教育”的互联网企业大学办学模式，有效地将中国优质的教育资源覆盖全国，实现了教育更加的公平、高效。

图1 恒企教育官网



数据来源：公司官网，上海证券研究所

中大英才旗下拥有专业从事在线职业教育的资讯门户网站与在线学习平台——中大网校（www.wangxiao.cn），下辖近百家专业

培训网站，涉及建筑工程、财会税收、经济外贸、金融法律、外语学历、公务员类、职业资格类等各行各业的教育培训，为国内最大的职业教育增值信息和商务平台之一。中大网校的服务站点基本覆盖内地一级城市，部分二级城市也有布局。

图 2 中大网校官网



数据来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构：教育团队绑定程度高，引入战投优化股权

教育团队绑定程度高，持股比例达 22%。(1) 公司向恒企教育董事长江勇、副董事长冯仁华等发行股份及支付现金收购恒企教育 100% 股权，交易金额 12 亿元，其中现金支付 4.8 亿元、股份支付 7.2 亿元；(2) 公司向中大瑞泽发行股份及支付现金收购中大英才 70% 股权，交易金额 1.82 亿元，其中现金和股份支付各 0.91 亿元；(3) 公司向江勇等 4 名特定投资者募配约 4.7 亿元。以上新增股份的发行价均为 14.62 元/股。

发行股份购买资产及募配后，江勇直接持股 3300.56 万股，占比 9.72%；其一致行动人江胜直接持股 433.93 万股，占比 1.28%。2017 年 5 月，江勇及其一致行动人江胜通过四个私募基金购买罗建文通过大宗交易转让的 1125 万股公司股份，间接增持 3.31%，增持均价为 22.05 元/股。本次增持后，江勇及其一致行动人江胜直接与间接持有公司股份合计 4859.49 万股，占比 14.31%。发行股份购买资产及募配后，中大瑞泽直接持股 622.44 万股，占比 1.83%。

同时，基于恒企的良好发展前景，恒企董事长江勇在 5 月间接增持时，相应提高 2017-2018 年业绩承诺，并新增 2019 年业绩承诺，承诺 2017-2019 年恒企教育扣非净利润分别不低于 1.5/2.0/2.5 亿元，CAGR 为 29.10%，3 年累积不低于 6 亿元。中大英才则承诺 2016-2018 年扣非净利润分别不低于 0.15/0.20/0.30 亿元，CAGR 为 41.42%。

表 1 恒企教育和中大英才业绩承诺

	持股比例	业绩承诺 (万元)			
		2016	2017	2018	2019
恒企教育 (原承诺)	100%	8000	10400	13520	

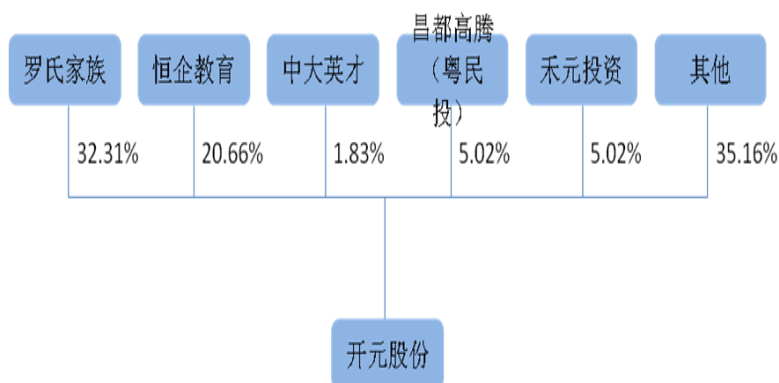
恒企教育（新承诺）		8000	15000	20000	25000
中大英才	70%	1500	2000	3000	

数据来源：公司公告，上海证券研究所

引入战略投资者，股权结构持续优化。9月23日，公司持股5%以上股东罗华东因自身资金需求，分别转让1703.40万股给昌都高腾和禾元投资，各自占总股本的5.02%，成交均价为21.47元/股。昌都高腾为粤民投持股99.9%的公司。粤民投成立于2016年9月8日，是由广东省政府指导推动、广东省内多家大型民营企业发起设立的民营投资公司。董事长由原易方达基金管理公司董事长叶俊英先生担任，核心团队具备丰富的投资管理经验。粤民投发起股东包括美的控股、星河湾、碧桂园、立白集团等16家国内民营经济龙头企业，计划注册资本500亿元，以大金融、大健康、大文化、高端制造、绿色产业等为重点投资方向。此次粤民投通过旗下昌都高腾举牌公司，体现出产业资本对于公司职业教育发展实力的认同，未来有望借助粤民投的资源加快做大做强公司的职业教育板块。

本次转让后，公司控股股东、实控人罗氏家族合计持股比例降至32.31%；教育团队合计持股比例约22.49%，其中恒企教育持股约20.66%、中大英才持股约1.83%，教育团队与上市公司之间的绑定程度较高；战投昌都高腾、禾元投资分别持股5.02%。公司股权结构进一步优化。

图3 公司股权结构



数据来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 财务分析：职业教育成为业绩增长主力

2017年1-9月，公司实现营收5.84亿元，同比增长184.21%；归属净利润1.09亿元，同比大幅增长1482.60%。公司业绩大增主要系恒企教育和中大英才自2017年3月开始并表。其中，恒企教育1-9月实现营收约3.7亿元，接近去年全年规模；实现净利润约9400万，超过去年全年规模，保持高速增长。截止到10月，恒企教育未经审计的净利润达到1.1亿元。

图 4 公司收入及增速 (百万元, %)

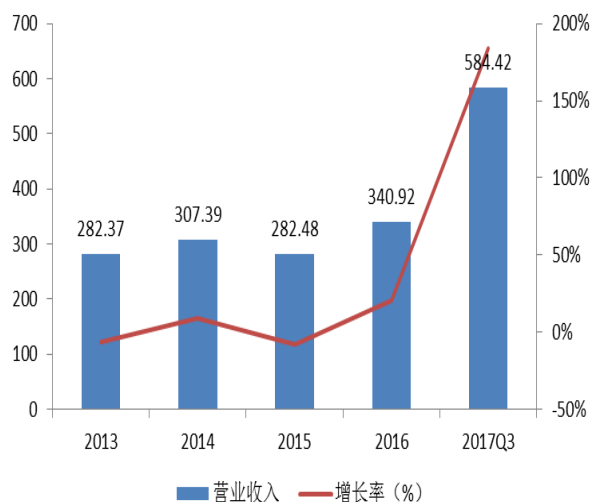
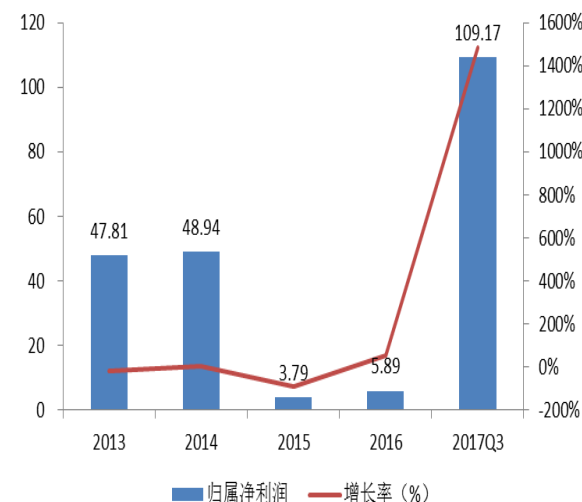


图 5 公司归属净利润及增速 (百万元, %)

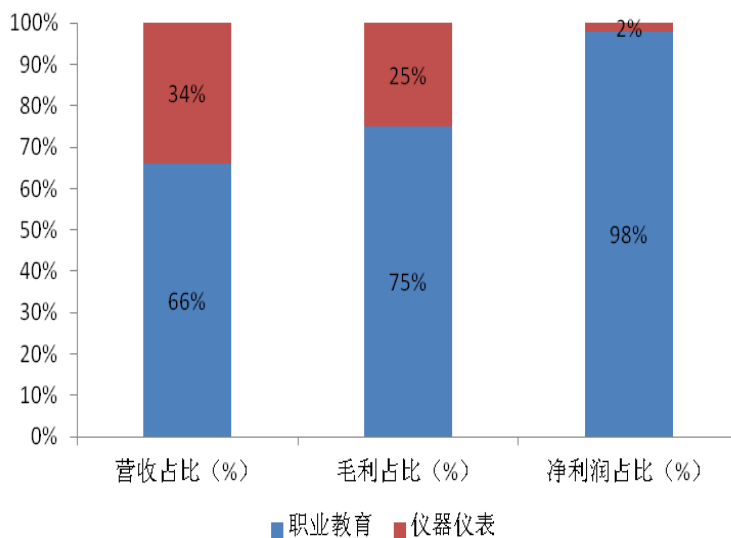


数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

职业教育已成为公司业绩增长主力。2017 年上半年, 公司职业教育业务实现收入 2.07 亿元, 营收占比超过 66%; 实现毛利 1.66 亿元, 毛利占比超过 75%; 实现归属净利润 0.54 亿元, 净利润占比超过 98%。

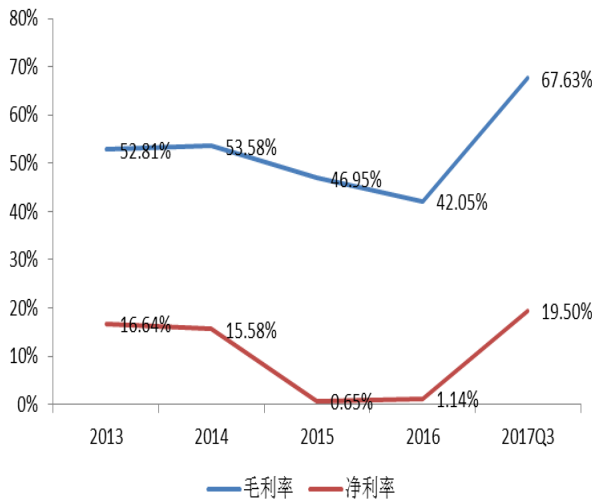
图 6 职业教育已成为公司业绩增长主力 (2017H1)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

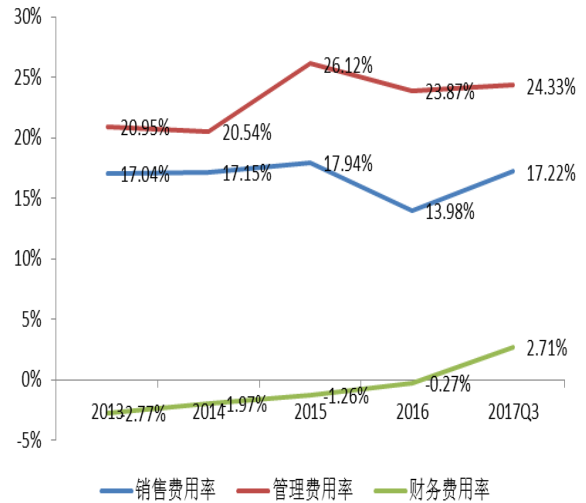
职业教育并表, 公司盈利能力显著提升。公司职业教育业务毛利率高达 80% (2017H1), 远高于传统仪器仪表 52% 的毛利率水平, 受并表影响, 公司整体毛利率大幅抬升。2017Q3, 公司毛利率水平达到 64.23%, 同比增加 21.38pp。新增教育业务使得各项费用率有所增长, 但增幅低于毛利率改善幅度, 公司盈利能力显著提升。2017Q3, 公司净利率同比增加 18.36pp 至 19.50%。

图 7 公司毛利率&净利率水平



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 8 公司费用率水平



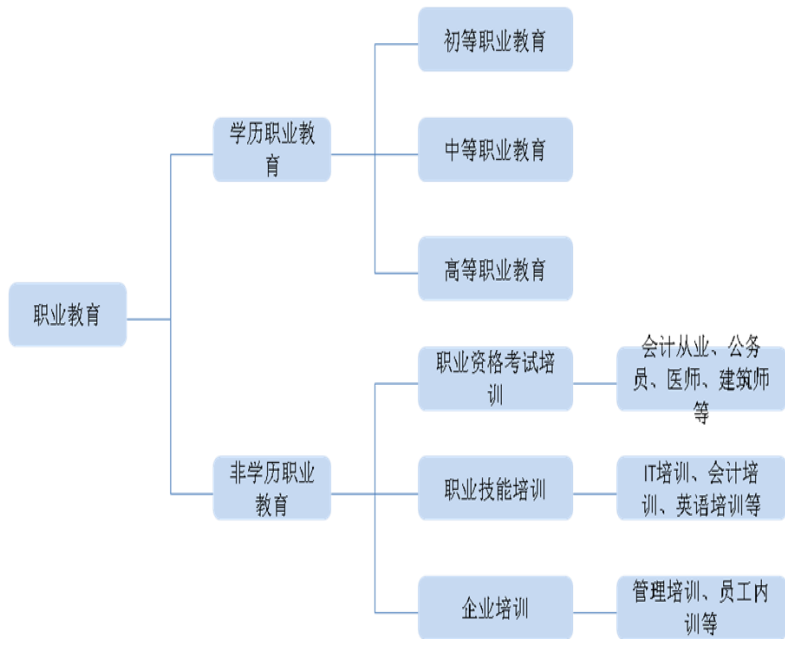
数据来源：公司公告，上海证券研究所

二、行业分析

2.1 受政策扶持，职业教育乘风起

职业教育的目的是为了培养应用人才和具有一定文化水平及专业知识技能的劳动者，相比于普通初高等教育和成人教育，职业教育侧重于实践技能和实际工作能力的培养。职业教育可分为学历职业教育和非学历职业教育，学历职业教育主要包括初等、中等及高等职业教育，培养周期较长，体系化程度较高，主要面向职业院校的在校生，最终能够获得国家承认的学历证书。而非学历职业教育则泛指各种培训、进修、研修类课程，主要包括面向个人的职业资格考试培训、职业技能培训和面向企业的管理培训（企业内培）等，其中职业资格考试培训包括会计从业资格考试、公务员考试、医师资格考试、建筑师考试等；职业技能培训包括 IT 培训、会计培训、英语培训等；企业培训则包括管理培训、员工内训等。非学历职业教育的培养周期较短、兼具标准化和定制化，且面向社会大众提供培训服务。

图 9 我国职业教育体系



数据来源：上海证券研究所

职业教育的发展能够为我国的经济结构转型升级储备高素质的具有实践应用能力的劳动力，近年来受到政府的大力支持。政策方面，2014年6月，国务院《关于加快发展现代职业教育的决定》中指出到2020年，要形成具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系，未来总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，高等职业教育规模占高等教育的一半以上，总体教育结构将更加合理，强调了职业教育（中职、高职）和K12教育、高等教育的平等地位。同年，教育部、发改委等六部门联合印发了《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》，其中指出要加快民办职业教育发展步伐、推动职业教育集团化发展等。

表 2 职业教育相关政策

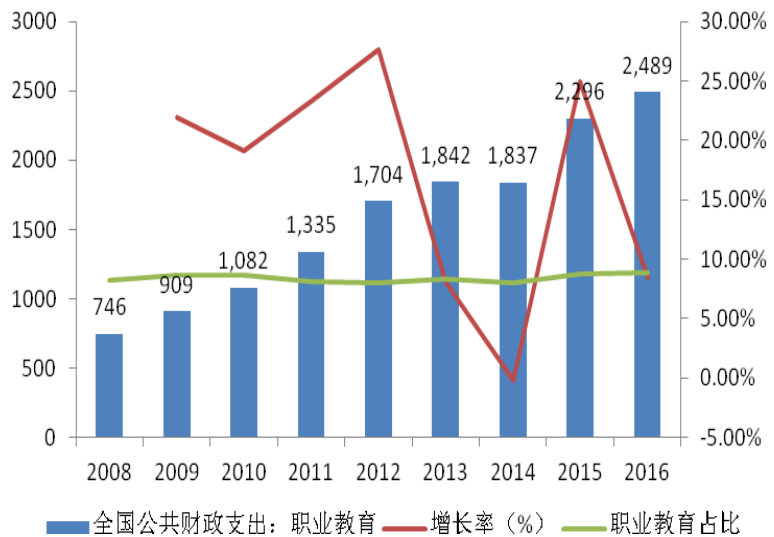
时间	政策	内容
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》	大力发展职业教育；以推进政府统筹、校企合作、集团化办学为重点，探索部门、行业、企业参与办学的机制；开展委托培养、定向培养、订单式培养试点；开展工学结合、弹性学制、模块化教学等试点；推进职业教育为“三农”服务、培养新型农民的试点。
2014	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	总体保持中等职业学校和普通高中招生规模大体相当，高等职业教育规模占高等教育的一半以上，总体教育结构更加合理。到2020年，中等职业教育在校生达到2350万人，专科层次职业教育在校生达到1480万人，接受本科层次职业教育的学生达到一定规模。从业人员继续教育达到3.5亿人次。

2014	《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	2015年初步形成现代职业教育体系框架，2020年基本建成中国特色现代职业教育体系。 重点任务包括加快民办职业教育发展步伐、推动职业教育集团化发展、完善“双师型”教师培养培训体系、加速数字化、信息化进程等。
2015	《教育部关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	到2020年，职业院校集团化办学参与率进一步提高，规模以上企业参与集团化办学达到一定比例，初步建成300个具有示范引领作用的骨干职业教育集团，建设一批中央企业、行业龙头企业牵头组建的职业教育集团。 完善职业教育集团化办学支持政策，落实好教育、财税、土地、金融等政策；加大对职业教育集团化办学的投入，通过政府购买服务等形式支持职业教育集团发展。
2017	《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》	到2020年，全面完成《教育信息化“十三五”规划》提出的目标任务，90%以上的职业院校建成不低于《职业院校数字校园建设规范》要求的数字校园，政府引导、市场参与的数字教育资源共建共享平台、认证标准和交易机制初步形成。 通过生均拨款、专项经费、购买服务等方式，加大财政对职业教育信息化建设与应用的支持力度。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，鼓励社会资本参与职业教育信息化建设。

数据来源：教育部官网，上海证券研究所

资金方面，中央财政积极引导并支持各地方不断加大职业教育领域的投入。据统计，2008-2016年，职业教育相关的全国公共财政支出规模由745.75亿元增长至2489.39亿元，CAGR为16.26%，而同期教育整体的全国公共财政支出CAGR为15.26%，职业教育在教育整体的全国公共财政支出中占比由8.28%提升至8.87%。

图10 职业教育相关的全国公共财政支出情况（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

2.2 需求端：高端职业教育有市场，在线模式渐获认可

学历认证和财经类职教课程受欢迎，消费能力稳定在中低水平，但优质职业教育内容能够享受高定价。《2015年中国教育行业白皮书》数据显示，在各类职业教育培训中，选择学历认证类的人

数最多，占比达到 26.95%；其次分别是管理类和财务类，占比分别为 23.37%和 16.86%，二者合计占比超过 40%，财经类相关的培训受到消费者欢迎。客单价方面，消费者对每学期课程价格的可接受范围稳定在中低水平，课程价格位于 500-4000 元区间的用户比例超过六成，达到 60.48%，以 1000-2000 元居多。需要注意的是，有 12.66%的用户表示能够接受 8000 元以上的职业教育课程，仅次于 500-4000 元区间，说明仍有部分用户愿意为优质的职业教育内容支付高昂费用。

图 11 用户参加的培训类别

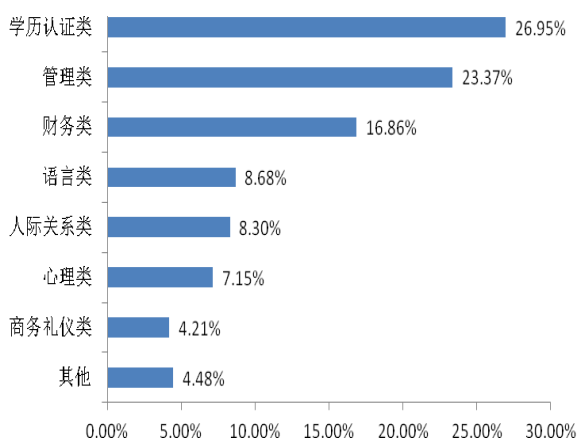
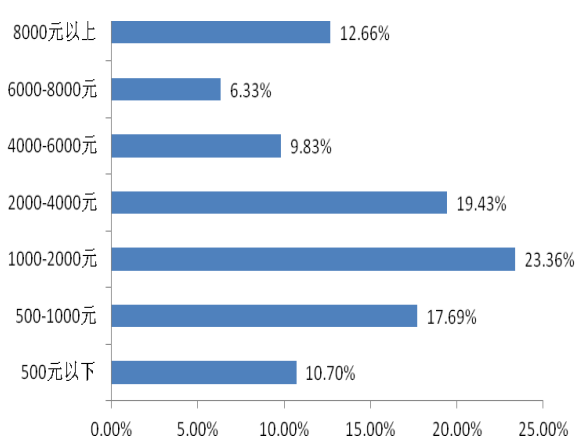


图 12 用户能接受的最高职业教育课程价格（每学期）



数据来源：《2015 年中国教育行业白皮书》，上海证券研究所

数据来源：《2015 年中国教育行业白皮书》，上海证券研究所

在线职业教育模式渐获认可，IT、驾考、金融财会在线渗透率居前。授课方式方面，大多数用户仍倾向于面授形式，该比例达到 38.43%；选择面授与网络学习相结合的用户人数占比也达到了 32.10%；但考虑到学习时间、地点及价格等因素，有近 30%的用户选择网络课程。在线职业教育能为用户提供碎片化的学习时间，方便用户随时随地进行学习，提高了学习的效率，正逐渐获得用户的认可，未来随着直播、VR/AR、自适应等技术的进一步完善，在线职业教育模式将更加成熟。根据慧辰资讯发布的《中国在线职业教育白皮书》数据显示，职业教育领域已有 IT 职业技术、金融财会、商务外语、建工、驾考、公务员、医药、设计等 11 类细分领域出现了提供在线学习服务的企业，其中 IT 职业技术在线渗透率最高，达到 14.7%；其次是驾考和金融财会类，在线渗透率分别为 6.8%和 4.9%。而对实操性要求较高的心理咨询类、管理类、服务类、餐饮类则尚未有企业提供在线学习服务。

图 13 用户参加的培训类别

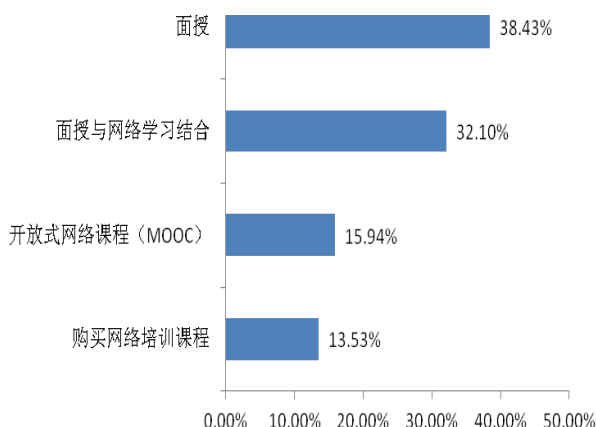
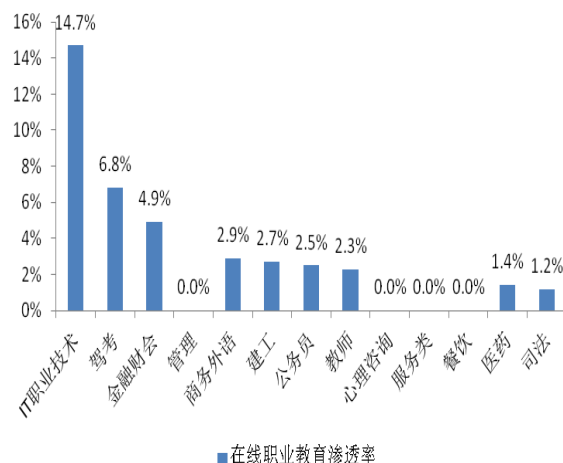


图 14 各细分领域在线职业教育渗透率 (n=2484)



数据来源:《2015 年中国教育行业白皮书》, 上海证券研究所

数据来源:《中国在线职业教育白皮书》, 上海证券研究所

2.3 会计培训百亿市场, 高端培训和实操培训将成主流

会计培训市场主要可以分为会计考试培训、会计实操培训和会计继续教育培训, 其中会计考试培训主要可分为会计从业资格证书考试、会计职称考试 (初级、中级、高级) 和 CPA 考试。随着会计从业资格证书的取消, 未来考试培训市场将聚焦于职称考试和 CPA 考试。2017 年, 受会从证取消影响, 初级职称报考人数激增, 高达 186.68 万人, 同比增长 29.1%, 预计 2018 年报考人数有望突破 200 万人; 中级和高级职称报考人数分别为 113.76 万人和 5.46 万人, 同比均大幅增长, 增速超过 36%; CPA 考试依旧保持较高的报名热度, 2017 年报考人数达到 115.9 万人, 同比增长 25.4%。

表 3 历年会计考试报名人数 (万人)

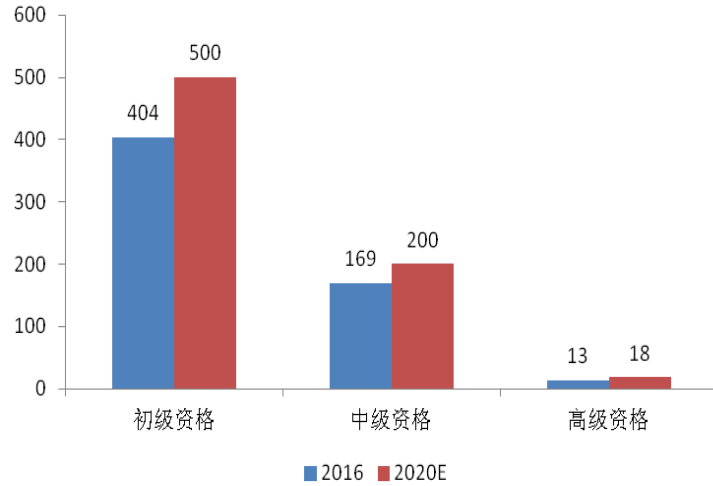
	会计从业	初级职称	中级职称	高级职称	CPA
2013		134.5	67.5	4.3	57.0
2014	214.0	137.1	72.5	4.8	60.7
2015	250.0	128.8	79.1	4.0	77.7
2016	300.0	144.6	83.2	4.0	92.4
2017		186.7	113.8	5.5	115.9

数据来源: 中华会计网校, 上海证券研究所

会计行业高端人才紧缺, 职称考试仍将保持较快增长。目前国内会计从业人数超过 2000 万人, 但以中低端人才居多, 从事会计核算、会计信息处理的狭义上的会计从业人数达 1200 万人, 而注册会计师、政府和企事业单位审计部门的审计人员、资产清算评估人员等仅约 8 万人, 更高端的财务经理、财务总监、CFO 等仅约 3 万人, 高端会计人才十分紧缺。截至到 2016 年底, 全国具备初级、中级、高级资格会计人员分别为 404 万人、169 万人和 13 万人。根据《会计改革与发展“十三五”规划纲要》要求, 到 2020 年具

备初级、中级、高级资格会计人员要分别达到 500 万人、200 万人和 18 万人。随着会从证取消，职称考试将吸收部分考试生源，且按照发展规划纲要，各级资格会计人员仍有较大增长空间，预计职称考试报考人数仍将维持较快增速。

图 15 我国各级会计人才已有数量及规划 (万人)



数据来源：财政部，上海证券研究所

会计实操培训有望成为未来会计培训行业主流。以前会计培训主要以考证培训为主，随着会计从业资格证的取消，会计行业的准入门槛放宽，为具有实操能力的人员提供了上岗机会。会计实操培训是将会计理论转化为实际账务操作技能的培训，有助于学习者形成从理论到应用的完整知识闭环。企业在实际运营过程中也更加注重员工的实操技能，招聘需求的硬性条件和晋升标准都是基于操作，单纯的考证无法解决就业难、升职难的问题。未来会计行业将逐渐形成以实践能力为核心准入指标、以证书为辅助评价指标的新考核方向。

表 4 实操会计与考证会计比较

	实操培训	考证培训
课程设计	依据企业会计人员的岗位需求分析，侧重岗位胜任，面向岗位、面向就业	依据财政部的会计资格考试大纲组织教学内容，考试考什么，培训机构教什么，侧重通过考试获得证书
培训岗位	侧重总账会计，而非简单的出纳及跑腿会计	通常只能在企业中做简单的出纳和跑腿会计
授课老师	实战专家	深谙会计资格考试的大学教授
账务处理	侧重采用真账实操而非模拟账	普遍采用模拟账教学

数据来源：上海证券研究所

培训收费方面，正保远程旗下中华会计网的会计考试培训和会

计实操培训(含就业推荐)的客单价分别为 450-500 元和 3000-5000 元;专注会计实操培训的在线教育平台会计学堂的客单价为 2000 元以上;线下会计实操培训龙头恒企教育的客单价为 6000-7000 元。总体来看客单价由高到低,按考试类别分依次为 CPA 考试>实操培训>中级职称考试>初级职称考试>会从证;按授课形式分则线下>线上。

表 5 代表企业会计培训客单价水平(元)

	线上考培	线上实操	线下实操
中华会计网	450-500	3000-5000	
会计学堂		2000	
恒企教育			6000-7000

数据来源:公司官网,公司公告,上海证券研究所

2017 年,会计考试报名人数合计约为 422 万人(不含会从报名人数),假设行业参培率为 60%,客单价约为 3500 元/人,我们估算 2017 年全国会计考试培训市场规模约为 89 亿元。受会从证取消影响,假设职称考试人数较快增长,2017-2020 年会计考试报考人数每年分别增长 15%/10%/10%,参培率每年上升 1%,客单价每年上涨 5%,预计到 2020 年全国会计考试培训市场规模约为 150 亿元。

表 6 全国会计考试培训市场规模测算

	会计考试报考人数 (万人)	参培率 (%)	客单价 (元/人)	市场规模 (亿元)
2017	422.0	60.0%	3500.0	88.6
2018	485.3	61.0%	3675.0	108.8
2019	533.8	62.0%	3858.8	127.7
2020	587.2	63.0%	4051.7	149.9

数据来源:上海证券研究所

2.4 会计培训行业格局分散,全国性龙头享有先发优势

企业对于会计人才的刚性需求吸引着各类机构入场提供会计教育培训,会计培训行业竞争激烈。(1)会计考试培训市场代表企业为中华会计网校和东奥会计在线,其中中华会计网校市占率达到 70%以上;(2)会计实操培训市场大部分属于线下培训,由资深实战专家带教,全国性的、规模较大的代表企业为恒企教育、仁和会计和达内会计学院。实操培训市场格局非常分散,目前国内会计培训机构数量接近 1 万家,根据官网数据统计,恒企教育现有 261 个校区、仁和会计现有 290 个校区、达内会计学院现有 152 个校区,三者合计校区数量达到 703 个,从校区数量维度来看,CR3=7.03%。随着市场竞争的进一步加剧,小型机构由于缺乏师资和拓展资金,难以在短期内形成品牌,市场空间将被进一步压缩;且考虑到教育培训行业的预收费制度,学员在选择机构时为了降低学习风险,倾

向于选择具有品牌优势的教育培训机构，这使得生源将不断向业内龙头企业聚拢，形成强者恒强的局面，未来会计培训行业的市场集中度有望提升。

图 16 考证培训领域中华会计网校市占率 70%以上

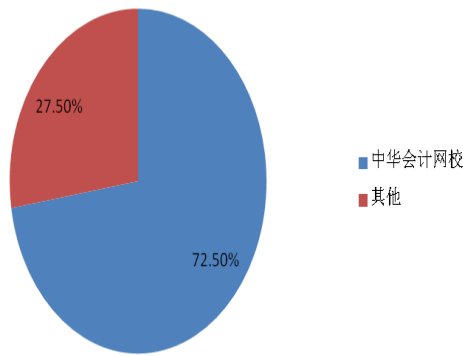
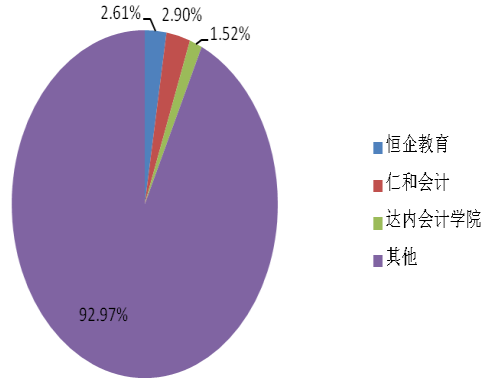


图 17 实操培训市场 CR3 为 7.03%，格局高度分散



数据来源：中华会计网校，上海证券研究所

数据来源：各公司官网，上海证券研究所

连锁机构朝规模化发展，全国性龙头享有先发优势。职业教育培训的受众广泛、彼此差异性弱，因而课程设计和运营方式能够实现标准化、模式化，具有一定实力的培训机构能够在短期内通过单校复制实现校区规模的扩大，逐渐建立起成熟的盈利模式和良好的品牌声誉，在区域形成一定影响力。随着资本入场，区域性龙头有望借助资本力量通过内生增长（异地开设分校扩张规模）和外延并购（并购整合同类职业教育培训机构）两种方式迅速扩张企业规模，从而实现从区域性龙头向全国性连锁机构的升级。现阶段，会计培训领域全国性连锁机构仍较少，知名品牌包括恒企教育、仁和会计和达内会计学院，综合来看能够形成全国性布局的共同特征包括：

- (1) **时间维度（品牌化）**：会计培训经验长达十年以上，品牌积淀深厚；
- (2) **区域维度（规模化）**：在全国多个省市建立连锁校区，经营不局限于单一省份；
- (3) **内容维度（标准化）**：课程体系标准完善，具有从零基础到高端会计的全过程培训实力。我们认为，恒企教育、仁和会计、达内会计学院三家机构兼具长期的品牌效应、数量领先的校区规模和强大的课程研发实力，且恒企教育和达内会计学院已经登陆资本市场，仁和会计也拟独立 IPO，借助资本力量有望继续发挥先发优势，在市场集中度提升的过程中获取更多的份额。

表 7 会计实操领域三大全国性品牌比较

	恒企教育	仁和会计	达内会计学院
时间维度	成立于 2002 年，迄今成功将近 40 万零基础学员培养成企业需要的实战型会计人才	成立于 2002 年，累计培训学员 66 万，建设 100 万人的学员人脉圈；除兼职及特邀教师外，仅签约在册的全职教	成立于 2014 年，依托达内集团 12 年人才服务及实训经验衍生而成，主要培养企业所需的高端实战规范型财务精英，并向企业提供高端财

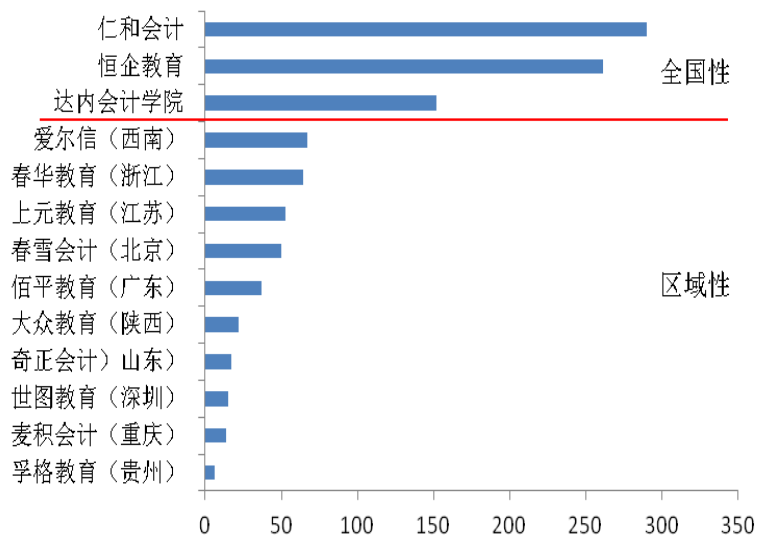
师就有 3000 多名

务人才的输送服务

区域维度	在全国 23 个省份、141 座城市开设了 261 家校区，广东（37）、湖南（29）、广西（26）三省校区数量最多	在全国 20 个省份、60 多座城市开设了 290 家校区，湖北（64）、北京（23）、广东（20）三地校区数量最多	在全国 29 个省份开设了 152 家校区，覆盖台湾地区，广东（21）、北京（14）、山东（13）三地校区数量最多
内容维度	以会计实战起家，现开设会计实战、初级职称、中级职称、注册会计师四大类课程，对应会计入门级、实务级、全能级、精英级、经营级、高手级、卓越级、辉煌级 8 个级别，适合不同层次的学生	2002-2008 年形成以实战为核心的教学体系，专业提供会计实战教育培训，企业财税管理咨询、中小企业代理记账、会计人才推荐四大核心版块服务，课程包括考证、会计实战、财务管理三大系列	课程分为两个模块：会计理论课程培训（1 个月）+会计实操培训（3 个月），覆盖全国的会计从业资格培训和会计初级、中级职称培训；会计实操培训中，将达内集团的真账融入实操全过程，涉及全行业的手工账实操、会计电算化实操、报税实操和银行、现金出纳实操等

数据来源：各公司官网，上海证券研究所

图 18 会计培训机构校区数量比较



数据来源：公司官网，上海证券研究所

三、恒企教育：国内会计实操培训龙头

3.1 会计实战起家，15 年发展积淀业内口碑

2002 年，恒企教育从广西柳州起步，专为企业提供财务顾问服务。2008 年，恒企由原来为企业提供财务顾问咨询服务转型为会计职业教育服务，与当时传统市场定位以考证为主不同的是，恒企以会计实战为核心、以就业为导向，建立了“真账实操+强化训练+职

业素养训练+就业咨询+手把手指导”的人才培养服务模式，恒企教育正式诞生。2010年，恒企开始异地扩张，探索连锁经营模式，2011年则正式启动了全国市场的扩张布局。2013年，上海恒企教育注册成立。历经15年发展，恒企如今已成长为一家集职业培训、财务研究、课程开发、书刊编撰、财务文化推广等为一体的教育机构，是全国性的职业教育连锁品牌，在全国20个省市、150多个城市开办了近300家网点。

表 8 恒企教育发展历程

时间	事件
2002	恒企成立于广西柳州
2003	恒企财务咨询公司创办，专为柳州企业提供财务顾问服务
2005	恒企课程研发基地在广西省会南宁建立，“实操”课程开发计划全方位推动
2008	恒企确定转型以会计实战培训为经营方向，恒企教育正式诞生
2010	恒企进入南宁开办分校，开始连锁经营模式的探索，并陆续在桂林、衡阳等地成功开办分校区，校区数量扩大至8所，校企合作单位突破5000家
2011	恒企总部迁至广州，正式启动全国市场的扩张布局，当年校区发展至二十余家
2012	恒企上市筹备办公室正式成立；恒企全国校区达100家
2013	上海恒企教育培训有限公司正式登记注册，标志着恒企教育总公司成立；正式推出星火计划，业内首推包就业培训模式；恒企会计在线正式启动线上运营，标志着恒企正式进军线上会计教育领域；12月恒企全国连锁校区数量达160家
2014	全国推行无忧包就业培训计划，校区数量增至180家
2015	恒企教育自主开发的智能化会计学习APP上线；全国校区达215家
2016	与海致BDP合作，深耕教育培训O2O模式；全国连锁分支机构发展至257家
2017.2	恒企教育获得重组上市批文，正式进入资本市场

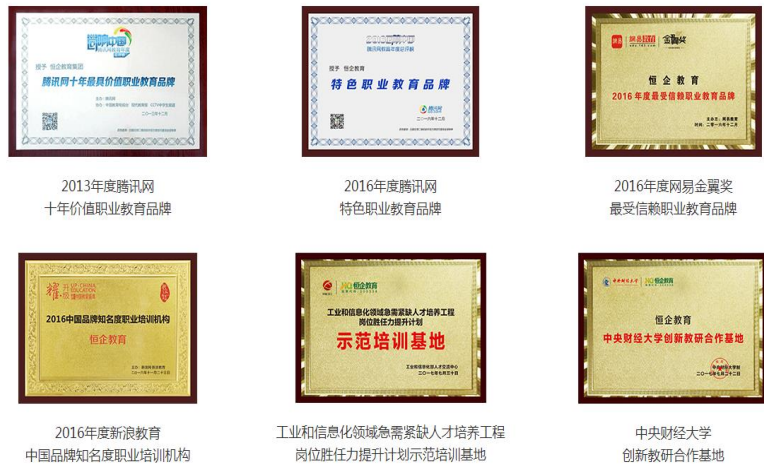
数据来源：公司官网，上海证券研究所

管理团队从业多年，经验丰富。（1）恒企教育创始人、总裁江勇为中山大学EMBA，曾任梦特娇集团财务总监、董事长助理。2008年辞职创业，在广西柳州接手因经营不善濒临倒闭的恒企财务咨询有限公司，一年内把恒企打造成为柳州规模最大的会计培训机构，现已成为全国职业教育培训领域最具代表性的O2O职业教育品牌。（2）恒企教育副总裁、高级讲师冯仁华是综合全能班课程主编、公开课与行业账的副主编，先后开发了《电脑账》、《多行业账》、《动手填制真账单据》等近10门课程开发，曾先后在凌云集团、布兰施服饰、ELLE服饰集团等大型集团公司担任财务经理、财务总监职

务。学子队伍当中，已有 143 人走向了财务主管岗位。(3) 恒企教育副总裁、首席讲师张小金曾先后在中国建材出版社出版《管理会计》、《财务会计》等著作。先后在香港瑞杰集团、索尼（亚太区）、喜之郎集团、梦特娇集团等多家大中型企业集团担任财务总监、副总经理和总经理等高管职务。30 年财务职业生涯，培养了 300 多名年薪超过 10 万的会计精英，50 多名年薪超过 30 万的财务总监和总经理，6 名年薪超过 50 万的总经理。

用心教学，积淀业内口碑。恒企成立 15 年以来，始终秉承“把经验传递给有梦想的人”的使命，立足市场人才供需关系和企业对人才的能力结构要求，与时俱进开设不同专业的职业教育岗前教育和终生后续教育，为社会培养实战型人才。恒企从研发、推广、招生、教学、就业、服务等各个环节用心打磨，得到了广大学员的一致好评，迄今成功将近 40 万零基础学员培养成企业需要的实战型会计人才。2015 年，恒企全国校区会计从业资格考试的平均通过率达 61.72%，远高于全国通过率水平。恒企多年优秀的教育品质积淀了良好的品牌口碑，斩获“2017 中国品牌价值教育连锁机构”（新浪教育）、网易教育金翼奖“2017 年度品牌影响力教育机构”、“2017 世界创新品牌 500 强”等殊荣。恒企教育董事长江勇荣获新浪教育“2017 中国教育行业杰出贡献人物”。

图 19 恒企教育所获奖项



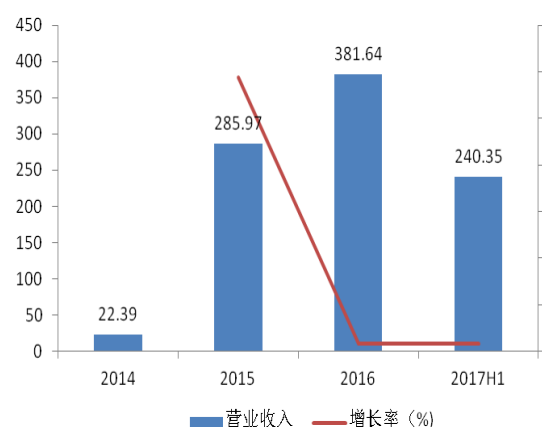
数据来源：公司官网，上海证券研究所

3.2 财务分析：处于盈利释放的高速发展阶段

恒企教育现有业务主要包括会计培训、IT 培训和学历中介，2016 年实现营收 3.82 亿元，同比增长 33.45%；实现归属净利润 8432.94 万元，同比大幅增长 299.86%。业绩大幅增长主要系（1）校区数量大幅增加且新增校区成本较为稳定。2015-2016 年恒企新增校区数量分别为 150 家和 40 家，自营校区数量大幅增长使得招

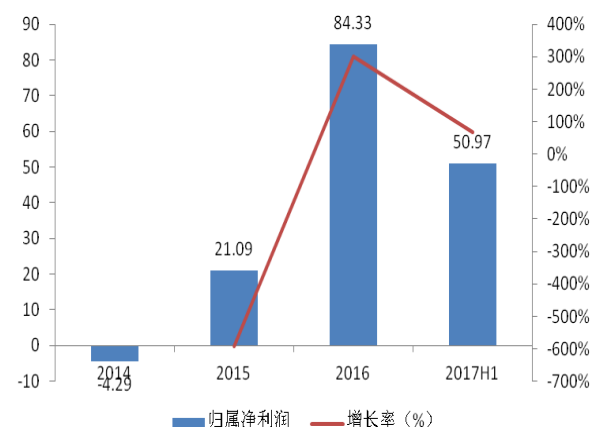
生规模大幅提升，且校区管理模式成熟，新增校区开支成本较为稳定，共同推动业绩大幅增长；(2) 量价齐升，学员数量和人均消费同步提升。随着校区数量增加，招生人数相应增长，2015-2016 年公司分别招生 7.78 万和 9 万，同时随着课程结构优化，高端课程占比提升，学员的人均消费金额大幅上升。2016 年恒企会计培训人均消费金额由 3155 元提升至约 4000 元。(3) 新增高毛利率的学历中介业务。学历中介业务为 2015 年新增业务，当年贡献收入 2880.04 万元，2016 年收入同比增长 50.57% 至 4336.50 万元。

图 20 恒企教育营收及增速 (百万元, %)



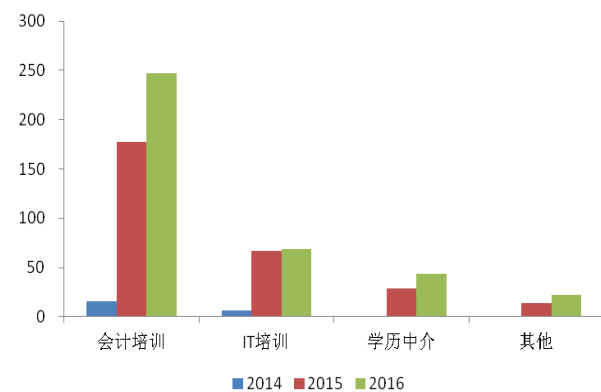
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 21 恒企教育归属净利润及增速 (百万元, %)



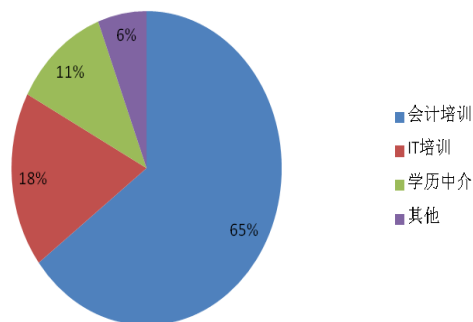
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 22 恒企教育分业务收入 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

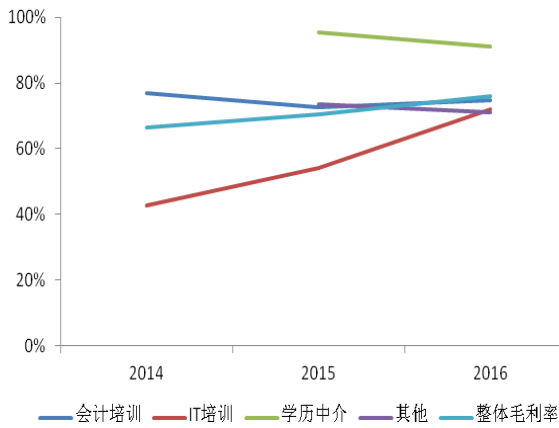
图 23 恒企教育业务结构 (2016 年, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

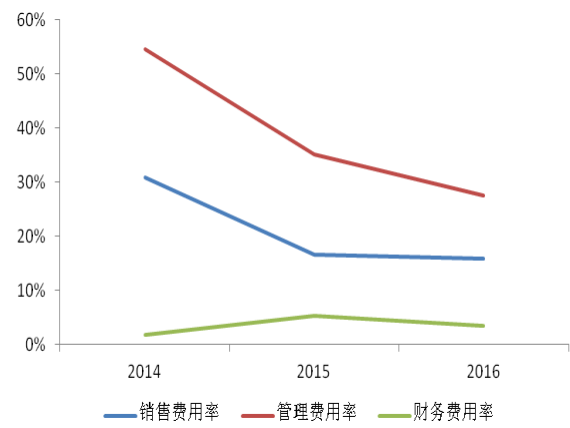
恒企教育毛利率稳步提升，费用率进一步下降。恒企教育会计培训业务的毛利率可保持在 70% 以上，IT 培训业务毛利率逐年稳步提升，且 2015 年开始从事学历中介业务，该业务毛利率高达 90% 以上，使得恒企近年来毛利率稳步提升且维持在高水平位置。恒企在全国的近 300 个网点有利于精准获取潜在学员，且对接中大英才后可共享线上流量，进一步实现精准营销，销售费用率处于较低水平；随着校区管理模式的成熟，单校收益扩大的同时边际成本增量较小，管理费用率出现较大幅度下降。

图 24 恒企教育分业务毛利率情况 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 25 恒企教育费用率水平 (%)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 研发实力和师资团队雄厚，在线教育快速发展

恒企独立研发实操应用课程及教材，具备深厚的研发实力。目前，恒企已独立研发了从会计入门级、实务级、全能级、精英级、经营级、高手级、卓越级、辉煌级 8 个级别的会计课程以进行实操培养，为学员打通从出纳到商业会计、工业会计、主办会计、管理会计、财务主管、财务经理、财务总监的全程跨越式发展路径。恒企自主研发的七大课程教材《会计真账实操》、《成本会计专修班》、《房地产业会计专修》、《老板最担心的财务漏洞》、《老板最受用的十大报表》、《税务筹划与合理避税》、《小企业会计准则》相继获得国家著作权。顺应从财务会计到管理会计的进阶，恒企独立开发了工业成本核算沙盘和经营管理电子沙盘，让学员在实战中加深对于管理会计岗位要求的认知。

图 26 恒企教育会计培训课程体系

	培养优秀财务会计				培养优秀管理会计	
课程大纲	入门级 《认识企业、驾驶会计》 《会计基础》 《出纳高手》 《EXCEL 财务应用》	实务级 入门级+《商业会计实战(手工账)》 《商业会计实战(电脑账)》 《商业、酒店行业账实训》 (赠送)	全能级 实务级+《10大税务软件实训》 《成本会计实战》 《工业会计实战》 《工业会计沙盘演练》 (赠送)	精英级 全能级+《实用财务管理》 《企业管理报表实战演练》 《房地产、建筑、外贸、装饰、广告行业账实训》 (赠送)	卓越级 精英级+《热门行业全财务解决方案》(听讲)(酒店、商超、工业、房地产、部门管理会计) 《集团财务管控》(听讲)(集团会计核算、集团财务管控) 《企业六大刹车安全系统》(听讲)(预算管理、风控管理、成本费用管理、税务筹划、信息化管理) 《财务共享中心》(听讲)(核算智能化、数据共享、财务组织管理) 《企业资本运作》(听讲)(投融资管理、企业上市规范) 精英级课程在校区面授;管理会计课程线上直播。	猎才计划 精英级+《代理记账业务实习》 《热门行业全财务解决方案》(听讲+实操)(酒店、商超、工业、房地产;部门管理会计) 《集团财务管控》(听讲+实操)(集团会计核算、集团财务管控) 《企业六大刹车安全系统》(听讲)(预算管理、风控管理、成本费用管理、税务筹划、信息化管理) 《财务共享中心》(听讲)(核算智能化、数据共享、财务组织管理) 《企业资本运作》(听讲)(投融资管理、企业上市规范) 全部内容基地脱产面授
经验		1. 6A 财务核算与税务实战 2. 精细化核算与管理问题	1-2关 3. 五步万能成本法	1-3关 4. 快速财务分析与诊断	1-4关 6. 数据漏斗管理工具 8. 多行业全财务解决方案 10. 财务共享中心	5. 企业跨部门财务协同 7. 集团事业部财务管控 9. 企业六大刹车系统 11. 企业投融资与资本运作
课时	22次	43次	66次	78次	78次校区面授+48次直播	3.5-4.5个月基地面授

数据来源：公司官网，上海证券研究所

严格选聘+双向激励，恒企打造高水平师资队伍。恒企能够不断推陈出新、提供具有针对性、实效性的课程关键在于拥有高水平的师资队伍。目前核心的研发成员均是来自大型集团的财务总监和高校财会专业教授，有着丰富的财会从业及教学经验。在选聘老师方面，恒企要求对方具有丰富的财务经验和良好的专业功底，入职后还会对老师进行教学能力、教学管理能力的培训及专业课程的学习，合格后方能上课。后期恒企则建立了以绩效为主的薪酬方案（基本工资+授课课酬+转介绍奖金+教学指标考核奖金等）和星级考核体系，建立了“老师—教学经理—校长—总部教研部门”的明确晋升路径，对老师进行薪酬和职位的双向激励。

图 27 恒企教育建立严格的教师选聘制度

淘汰率高达90%的师资录取标准

严格筛选，凭证上岗，帮你找到最适合的好老师



- 
高学历+高职称+10年以上经验
 我们所聘请的老师均是大学本科以上学历，初级职称以上证书，全部来自企业，大多有10年以上企业工作经验，势必让你学到会计真经验！
- 
星级评定+凭证上岗
 为了筛选最适合的老师，我们制定了“星级评定体系”和“持证上岗体系”。每一位老师都要经过总部的层层考核，淘汰率达90%，势必让你学受到真正名师的教学体验！
- 
锦旗千余面+好评度95.5%
 每年恒企全国各地校区都会收到学员锦旗千余面，每一面锦旗都是对恒企老师教学质量的真实肯定。在每年举行的老师测评报告中，学员对恒企老师的好评度更是高达95.5%！

数据来源：公司官网，上海证券研究所

搭建 O2O 教学平台，在线教育快速发展。随着互联网时代的到来，恒企对传统办学理念和模式进行了革新，为学员、校区和老师搭建了 O2O 教学平台。O2O 教学服务形式包括线下的面授教学和线上的直播课堂、录播视频、音频、6 大智能化学习系统（考试系统、实训系统、税务系统、学习系统、直播系统、恒企会计 APP 答疑系统）和微信自媒体等，全方位构建会计职业教育培训服务体系。2013 年 9 月，恒企会计在线正式启动上线运营，标志着恒企正式进军线上会计教育领域，宣告我国首家会计实操网络在线教育平台正式诞生。首批上线的课程由 50 多位实战会计讲师录制，共计拥有 300 多个碎片化实操技能课程。2016 年，恒企进一步实现互联网 O2O 职业教育布局，确立了会计众生产品及互联网产品两大核心产品，全力打造自媒体运营模式。恒企推行面授+网络教学，线上线下实现融合，2017 年在线教育业务获得较快发展，未来有望贡献收入的主要增量。

图 28 恒企教育 6 大智能化学习系统



数据来源：公司官网，上海证券研究所

3.4 校区运营能力成熟，推动全国市场扩张

校区规模全国领先，招生人数同步增长。2010 年，恒企从柳州出发开启异地扩张的步伐，陆续在广西、湖南等地创办了连锁校区，校区数量增至 8 所。2011 年，恒企在广州成立总部，以“自营为主、加盟为辅”的方式正式开启全国市场的扩张布局。根据官网数据，目前已在全国 23 个省、141 个城市设有 261 所校区，校区数量规模全国领先。遍布全国的教学网络为学员提供了便利场所，出色的教学成果进一步刺激了学员的学习热情，恒企招生规模同步增长。2016 年公司招生人数约为 9 万人，同比增长约 16%；2017 年上半年招收约 5.6 万人，同比增长约 27%。

2017 年 12 月 25 日

图 29 恒企教育校区数量 (所)

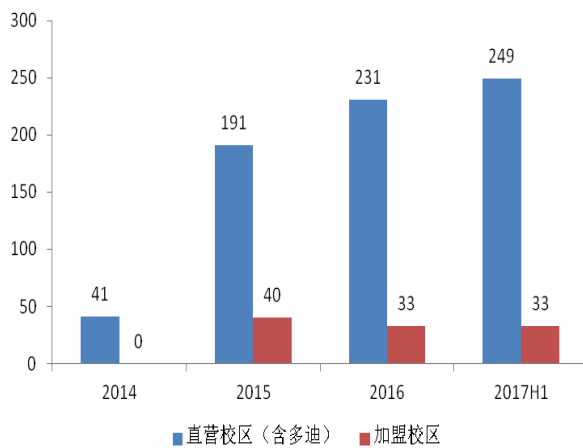
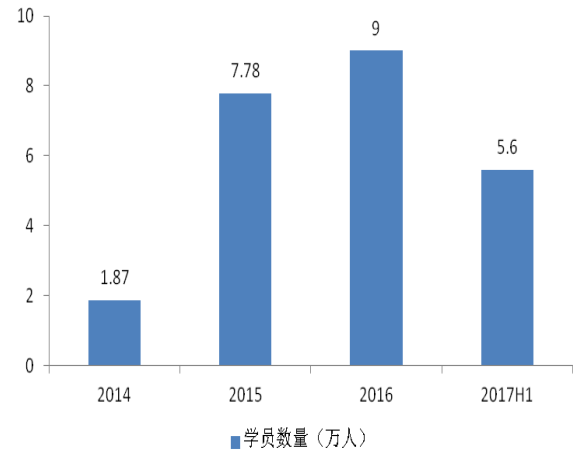


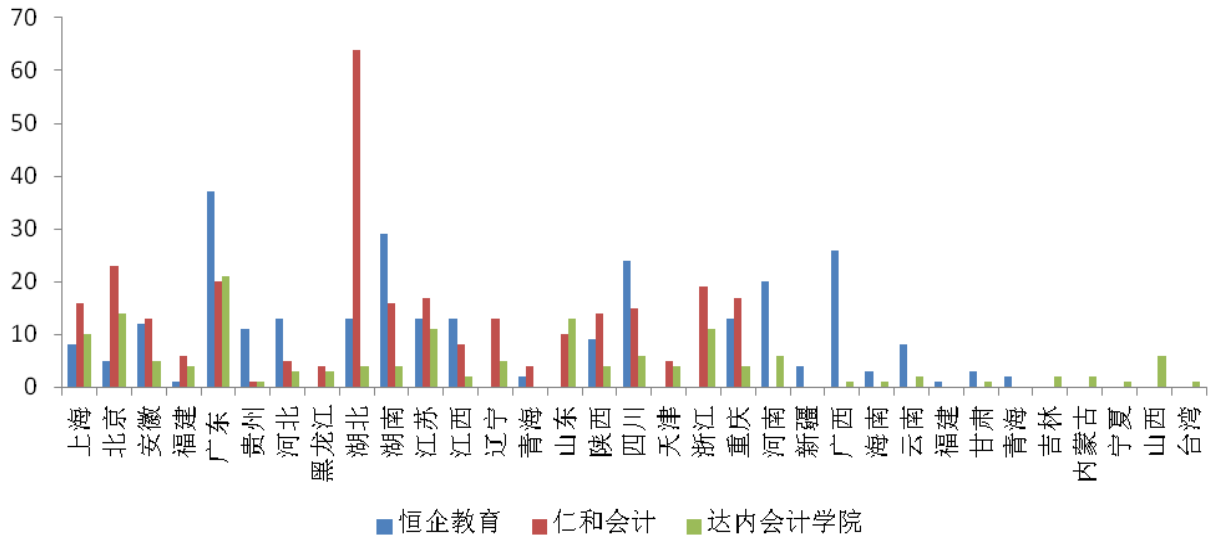
图 30 恒企教育招生人数规模



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (截止 2017 年上半年) 数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

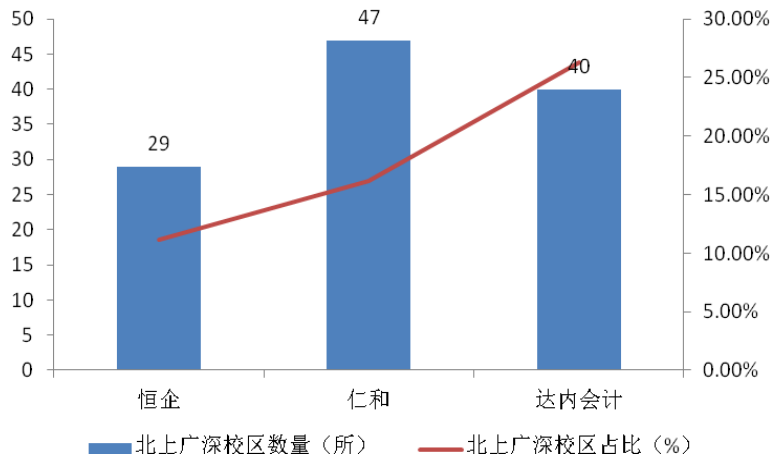
在扩张初期, 恒企采用了“农村包围城市”的策略, 三四线城市的布局有利于公司快速扩张品牌影响力, 如 2012 年进入四川市场时, 恒企首先进入了德阳、宜宾等地级市, 在对其中心城市成都形成了一个外围的包围圈后, 2013 年才进入成都。根据官网数据统计, 公司目前的校区多分布在三四线城市, 一线城市代表北上广深校区数量合计 29 所, 仅占所有校区数量的约 11.11%。同期, 仁和会计北上广深校区数量合计 47 所, 占其所有校区数量的约 16.21%; 达内会计学院北上广深校区数量合计 40 所, 占其所有校区数量的约 26.32%。未来恒企将实行总部、经济热区集训基地、省会城市、地级市、县城的五环布局: 总部的核心价值体现在恒企的创新变革驱动和后台支撑; 经济热区集训基地主要是指在广州、上海、重庆、武汉、北京、西安六大经济发达区域展开全日制办学, 目前已经开设广州和上海, 其核心价值是嫁接区域的专业资源、教育资源、师资资源, 用于辐射全国范围; 省会城市核心价值体现在高校集散地和人才集散地, 有利于服务每个省市的终端网点; 地级市和县城核心价值则体现在多网点带来的流量和盈利中心。恒企将在一线城市和省会城市按照密集多校区的原则开设校区, 增加覆盖面, 扩大市占率; 重点扩展三四线城市及县城网点, 通过网点覆盖扩大恒企品牌影响力, 占据流量和学生资源, 拉动恒企整体的业绩提升, 执行“一线城市做品牌, 三四线城市做利润”策略。

图 31 恒企教育与仁和会计、达内会计学院校区区域分布比较（所）



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 32 恒企教育网点多分布在非一线城市



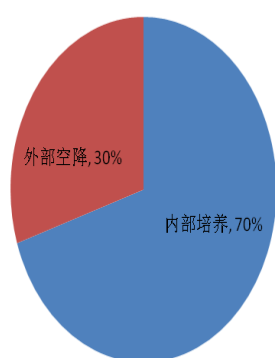
数据来源：公司官网，上海证券研究所

恒企采取谨慎原则开设新校区，关注要有强的盈利能力和资源聚集。一线城市、省会城市自营校区的投资主要是在场地、人员、招生推广等方面，课程、教学、线上招生在总部集中配置，投入成本相对低，一般单个校区人员配置为 8 人（包括校长、招生、教学、出纳/行政等），年度师生比例大约为 1:100 左右，好的校区盈亏平衡周期在半年之内，弱的校区在一年内均可达到盈亏平衡；三、四线城市及县城主要采取加盟模式，“双师课程”授课，总部在校区无人员配置（校区人员均为加盟商的人，由恒企按照统一模式进行管理），总部提供品牌管理、运营管理、教学管理，半年内均可实现盈亏平衡。

公司建立了严格的校区管理模式及高效的校区管理团队。恒企

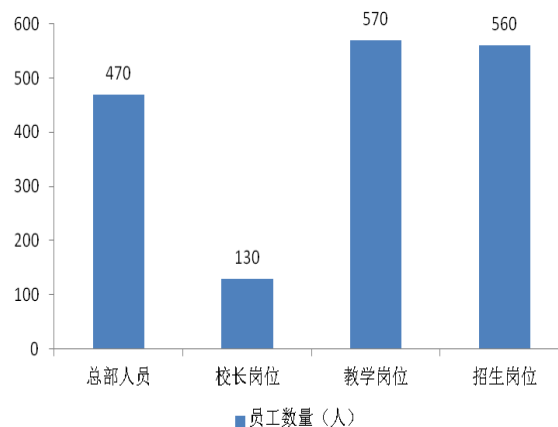
构建了“简单化、系统化、标准化、信息化”的连锁机制，确保总部与下一层级的子公司、分公司之间能够良好的协同运作，并以“总部-大区-校区”三级的管理模式构建了以校长、教学经理、招生主任为核心的教学管理团队。直营校区拓展需要储备校区负责人和教学负责人，恒企为此提出 18 个月的“梦想成长计划”进行员工的内部培养，现有的校长以内部培养为主、外部空降为辅，70%的校长来自于一线成长。截止 2017 年上半年，恒企总员工人数约为 2000 人，其中总部 470 人左右、校长岗位 130 人左右、教学岗 570 人左右、招生岗 560 人左右。

图 33 恒企教育校长以内部培养为主、外部空降为辅



数据来源：多知网，上海证券研究所

图 34 恒企教育员工岗位及人数（截止 2017H1）

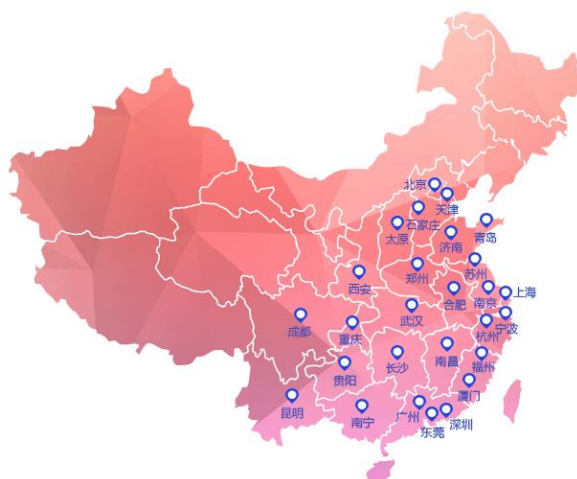


数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.5 收购多迪科技，拓展 IT 培训赛道

为了实现职业教育产业战略的大布局，恒企通过收购多迪科技将赛道拓展至 IT 培训领域。多迪科技前身多迪工作室成立于 2003 年，通过为中山大学、暨南大学、华南理工等各大高校提供建站技术服务，迅速在广州的 IT 领域赢得了良好口碑，2005 年正式成立多迪科技，至今在全国一二线城市拥有 29 家 IT 培训校区。与其他培训机构不同、而与恒企教育相似的是：多迪科技也是从技术服务商转型为教育培训机构，无论创始人还是管理层都是 IT 领域的资深专家，深入且全方位的了解整个 IT 产业的需求、就业以及发展趋势，真正能做到培训与企业用人需求的无缝对接。目前，多迪科技开设了 UI 设计、Java、PHP、WEB 前端、网络营销等核心课程体系，并独创了“双平台实训法”，通过独有的百单网接单平台，让学员在学习期间就参与到企业的真实项目实战，为 IT 行业提供高级应用型人才。

图 35 多迪科技校区分布



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 36 多迪科技课程体系

互联网五大热门课程，选择多迪教育就是选择美好未来

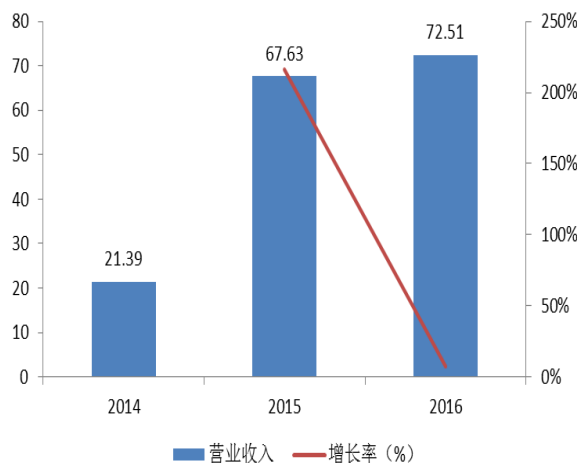
5大课程，绝对职场神助攻，覆盖IT互联网行业全部技术岗位，课程半年升级一次，紧跟市场与企业步伐。



数据来源：公司官网，上海证券研究所

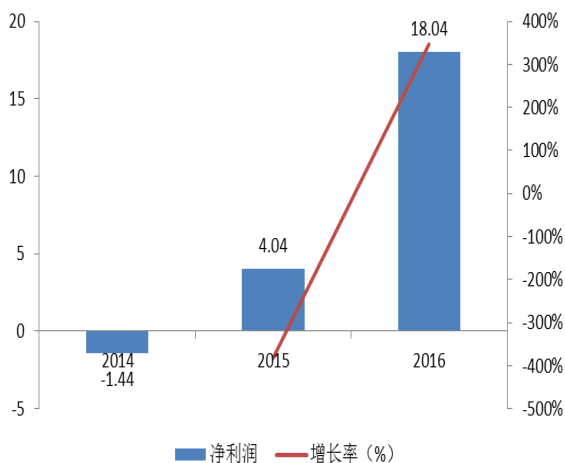
吸收恒企经验，多迪科技加快校区数量扩张速度，盈利能力大幅提升。恒企于2015年4月收购多迪科技58%股权，2015年多迪科技营业收入达到6657.81万元，营收增长近十倍，主要系多迪科技被恒企收购后借鉴恒企快速扩张校区的管理经验也加快了校区数量扩张的速度，2015年校区数量由9家增至18家，2016年校区数量进一步达到29家，未来仍将保持稳定的校区扩张速度。随着校区数量的快速扩张，多迪营收高速增长的同时，盈利能力也明显提升：2015年扭亏为盈，2016年实现净利润1804万元，同比增长346.53%。

图 37 多迪科技营业收入及增速（百万元）



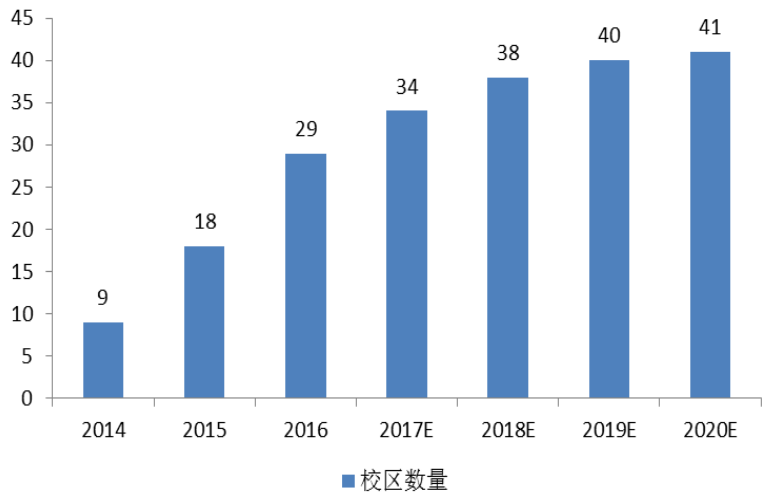
数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 38 多迪科技净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 39 多迪科技校区数量（所）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

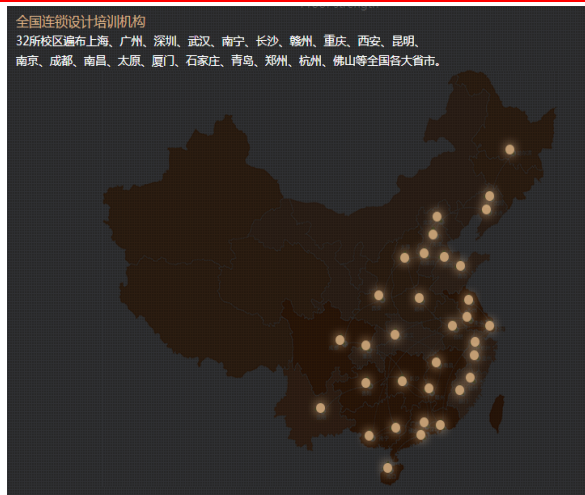
2017 年上半年，恒企对 IT 业务进行深度整合，进一步收购多迪科技剩余 42% 股权，并优化管理团队，为未来 IT 技能培训业务快速发展打下良好基础。由于恒企对多迪科技管理层的调整，订单回款速度有所放慢，IT 培训收入同比减少 29.7%，调整影响约持续半年左右，预计下半年多迪科技的 IT 培训业务有望迎来好转。

3.6 收购天琥教育，拓展设计培训赛道

收购天琥教育拓展设计培训赛道。恒企拟以约 1.18 亿元收购天琥教育 56% 股权，天琥教育承诺 2017-2019 年扣非净利润分别不低于 1200/1800/2800 万元，CAGR 为 52.75%，或 2017-2019 年累积扣非净利润不低于 5800 万元。同时，若业绩承诺达标，恒企承诺在 2020 年 5 月 31 日前启动收购剩余 44% 的股权，交易价格为天琥教育 2019 年经审计实现扣非净利润的 12-15 倍。

天琥教育成立于 2002 年，是国内互联网视觉教育先驱，全国第一家具有教育培训资质的视觉设计类机构，至今已在全国 20 个省市拥有 32 所校区，成功打造了天琥设计广告公司、云琥在线以及在线测评页问网三大教育平台。目前开设有 UI 设计、平面设计、电商设计运营、室内设计、美工培训、网页设计、广告设计、CAD 制图、PS、工业产品设计等课程，并和众多知名企业签约就业合作，众多学员进入了正邦、东道、集美、广东建筑设计院、联想、海尔、恒大等国内知名企业、广告设计公司。2016 年 3 月，天琥教育与北京外国语大学、福建师范大学签订学历教育战略合作协议，联合开展“学历+技能”的人才培养计划。2017 年 1-8 月，天琥教育实现营收 6187.91 万元，业绩扭亏为盈，实现净利润 546.56 万元。

图 40 天琥教育在全国拥有 32 所校区



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 41 天琥教育课程体系



数据来源：公司官网，上海证券研究所

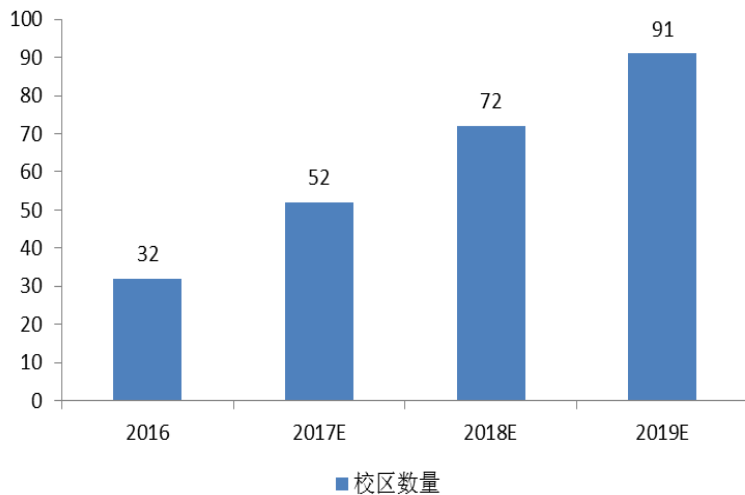
表 9 天琥教育财务数据

万元	2016	2017.1-8
营业收入	2225.51	6187.91
营业成本	757.4	1711.48
毛利率 (%)	65.97%	72.34%
销售费用	814.72	1596.04
销售费用率 (%)	36.61%	25.79%
管理费用	1116.68	2094.41
管理费用率 (%)	50.18%	33.85%
财务费用	5.49	23.46
财务费用率 (%)	0.25%	0.38%
营业利润	-484.84	730.23
利润总额	-485.61	730.23
所得税费用	-118.85	183.67
有效税率 (%)	24.47%	25.15%
净利润	-366.76	546.56
净利率 (%)	-16.48%	8.83%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

未来三年(2017-2019年),天琥教育计划校区网点覆盖全国90%以上的省份,实行“设计精英人才培养模式”,新增地级及以上城市自营网点59家,网点共计接近90家,平均每年递增20家。同时,以学员为导向,借助全国教师和学员的大数据管理平台,打造“教研产学”智能化交付系统、专业级的“测评改稿”系统、细分垂直领域的“猎头人才管理系统”,实现课程、教案、作业、改稿、就业实时迭代,实现泛IT生态圈下的O2O教育入口出口闭环,打造企业核心竞争力。

图 42 天琥教育校区数量（所）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

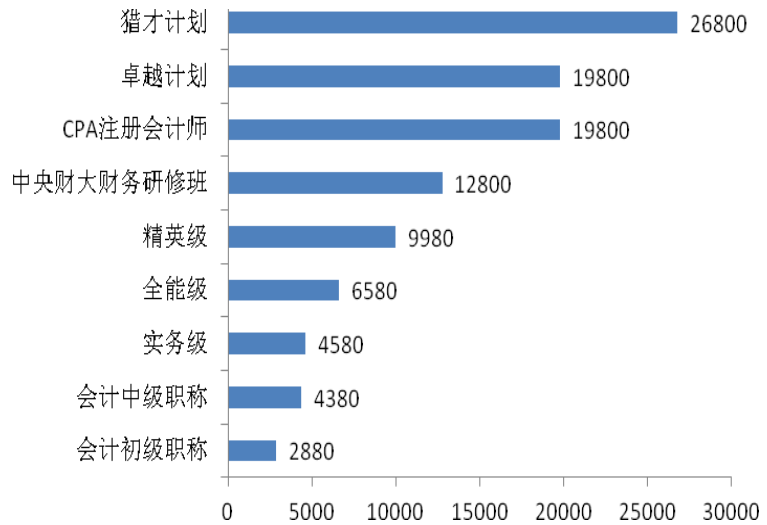
3.7 未来增长：扩品类、布校区、拓赛道

我们认为恒企教育未来增长的看点主要来自以下几方面：

(1) 扩品类：提升中高端课程占比，实现量价齐升

课程结构上，中高端课程现仅占比 30%左右，未来仍有提升空间，恒企将加大对中高端课程投入。恒企高端类培训目前推出了猎才计划、卓越计划和辉煌计划，受到学员的广泛欢迎。2016 年，恒企启动猎才计划，2017 年猎才计划全新升级，每班 25 人以下，每次课时 50 分钟，通过 3 个月的全日制特训培养上岗型经营管理会计人才。受益于课程设置升级，猎才计划客单价由 2016 年的 1.58 万元增至 2017 年的 1.98 万元再至升级后的 2.68 万元，提价幅度明显；且增设了卓越计划培训课程，定价 1.98 万元。2017 年猎才计划招生人数较好、卓越计划和辉煌计划趋势向好，高端课程的盈利能力较中低端课程有优势，未来有望实现量价齐升，成为恒企财经业务的强劲增长点。

图 43 恒企教育各类课程的客单价水平（元，上海地区）

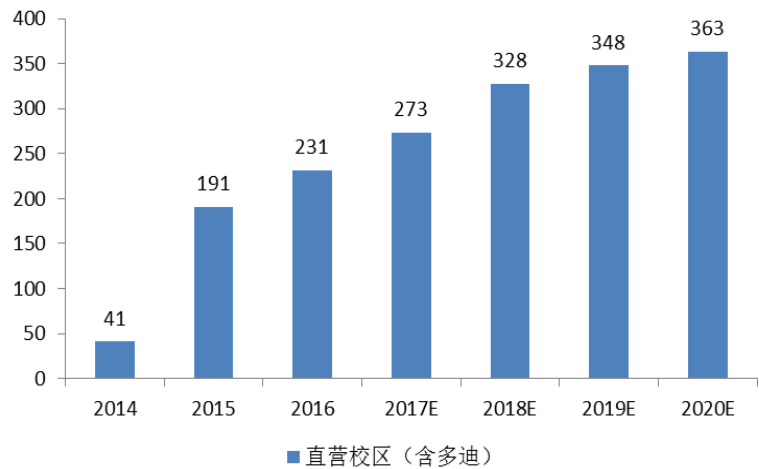


数据来源：大众点评网，上海证券研究所

(2) 布校区：全面发力“百城千校”，逐步开展加盟业务

恒企经营模式分四个阶段推进：第一阶段是基于“0-1”的模式，考虑单个校区的盈利模型；第二阶段是基于“1-100”的模式，考虑校区的连锁复制系统，核心能力是“连”的能力；第三阶段是基于“100-200”的模式，考虑连锁控制系统，核心能力是“锁”的能力；第四阶段是基于“200-1000”的模式，即全面发力“百城千校”。经过前三个阶段的运营积累，恒企现已具备较强的终端网点建设能力和管理运营能力，在此基础上将借助互联网教育的力量，整合多个专业内容研发和优质师资资源，服务全国各地的学员，实现恒企教育横纵双向边际效益的增长，面向“社会、高校、企业”三大市场实现跨赛道、多赛道的运营管控能力。

图 44 恒企教育校区数量规划（所）

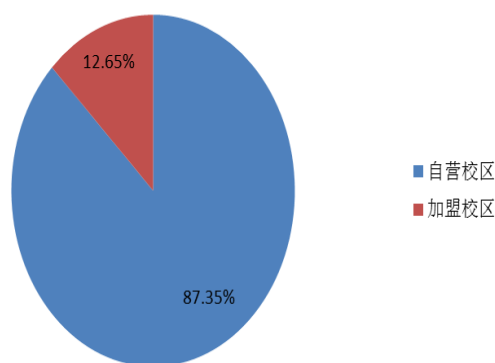


数据来源：公司公告，上海证券研究所

目前恒企自营校区占比 87.35%，加盟校区占比 12.65%，未来

仍将以“自营为主、加盟为辅”的方式扩张校区，但是会适度加大加盟校区占比（百城千校项目）。自营校区方面，根据恒企业绩承诺，未来4年（2017-2020年）将新增约130家校区，其中在一线城市中心城市建立管理学院、在省会、二三线城市精选地段增开自营校区或并购培训机构。加盟校区方面，2016年恒企推出了以“互联网”、“科技”、“双师”、“职业教育”为标签的旗下品牌“学来学往”，主要面向全国的县级市场，寻找县级市场合作伙伴开展加盟业务，加盟费每年收取约14万。恒企现已完成加盟事业中心组织、运营体系搭建，进一步完善了双师培训课堂、课程产品、教学管理和校区运营管理，按照加盟业务模式开展工作，预计2018-2019年将迎来快速发展期。

图 45 恒企教育校区自营为主、加盟为辅



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 46 恒企旗下学来学往面向县级市场开展加盟业务



数据来源：公司公告，上海证券研究所

(3) 拓赛道：构建六驾业务马车，资金助力外延并购

恒企通过新设子公司构建起“会计、IT、设计、自考、高校、加盟”六驾业务马车，为未来的可持续发展带来新动力。IT方面，恒企进一步收购多迪科技剩余42%股份加大整合力度，并优化其管理层；设计方面，恒企拟收购互联网视觉教育先驱天琥教育56%股权，且未来将投入更多的资源、资金和人才来开拓市场；自考方面，主要是线上课程，通过教师线上直播的模式进行，学生客单价约为4000-5000元，学生可通过手机、电脑、IPAD等观看课程视频，考试前可能开展线下的集中授课；高校方面，公司成立了广州恒企教育科技，围绕高校市场进行专业共建、联合办学、共建实训室、培训服务等方面的合作；加盟方面，公司通过学来学往发展县级市场的加盟业务。未来恒企计划利用3年左右时间将财经类培训收入降至40%左右，新赛道如IT、设计及高校等业务占比将提升至60%左右。

图 47 恒企教育构建六驾业务马车



数据来源：公司公告，上海证券研究所

为助力恒企教育跨赛道发展，恒企教育向银行申请 3 亿元授信额度，由开元股份提供保证担保。资金主要用于并购教育产业链上下游的项目，包括收购 IT、互联网人才培养、艺术设计等赛道有核心竞争力的优秀企业，在巩固恒企教育现有会计实操培训龙头地位的基础上，扩充在 IT 与艺术设计等领域的复制能力，以自有资金和授信资金相结合的方式抢占教育市场，完善产业链的延伸与拓展。

四、中大英才：国内领先的在线职业教育平台

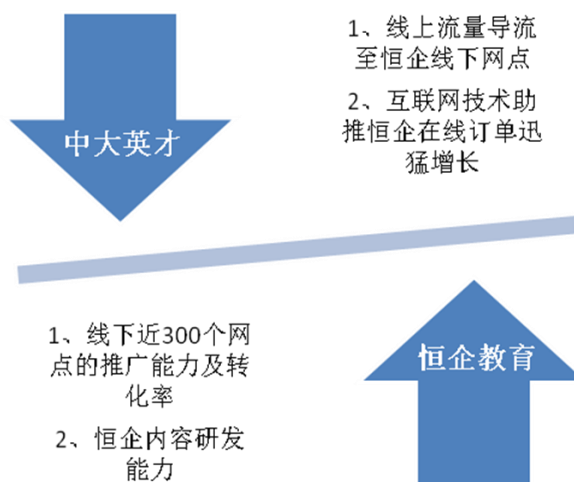
4.1 发挥流量优势，与恒企深度融合

中大英才具有用户与流量优势。中大英才作为国内领先的在线职业教育平台，其与各专业站拥有庞大的用户群体，积累了上千万职业资格人群用户，数百万的会员用户，在职业教育领域拥有用户与流量优势。此外，中大英才发展图书业务，与出版社、书商等合作，能够利用图书资源有效推广网校视频课程，通过自编的辅导书也获取了部分考试类项目相对优质、精准的用户资源。

中大英才与恒企教育发挥协同效应，深度融合双向促进。一方面，中大英才利用恒企教育取得线下网点资源，2017 年上半年的订单成交量同比增长 407%，订单收入同比增长 66%，增速大幅度提升。恒企教育利用线下网点促进中大英才的学员数据转化具有明显效果。另一方面，中大英才的新增注册用户能够导流给恒企教育线下的各个网点，以促进线下教育的学员用户提升，且利用中大英才领先的互联网技术，恒企教育在线订单增长迅猛，2016 年全年恒企在线教育订单不足 500 万元，而 2017 年上半年在线教育订单规模已超过 5000 万元，预计全年订单收入有望超过 1 亿元。双方在海量的学员数据、优质的师资与内容资源等方面进行深度融合，线上

线下双向促进，能够为中大英才未来的订单收入、恒企的单校边际效益提升带来长期持续的推动作用。

图 48 中大英才与恒企教育深度融合



数据来源：公司公告，上海证券研究所

4.2 财务分析：业绩进入稳步发展的快车道

中大英才业务包括在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告及数据服务等，以在线课程培训为主。2016年，中大英才实现营收4292.15万元，同比增长40.45%；实现净利润1560.71万元，同比大幅增长121.42%。公司业绩大幅增长主要系：（1）公司积极拓展业务、招募人才使得“中大网校”的用户规模不断增长；（2）新增了消防工程师等新课程项目带来较多新学员；（3）调整营销策略，推出价格相对较低的阶段班及营销课程，吸引了部分购买力较弱的用户。2017年公司深度开发准题库系统，且大力发展图书业务，1-6月实现营收2632.92万元，同比增长28%；实现净利润938.72万元，同比增长20%。

图 49 中大英才营收及增速（百万元，%）

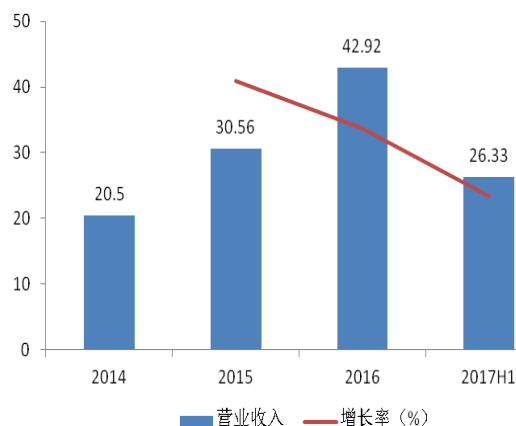
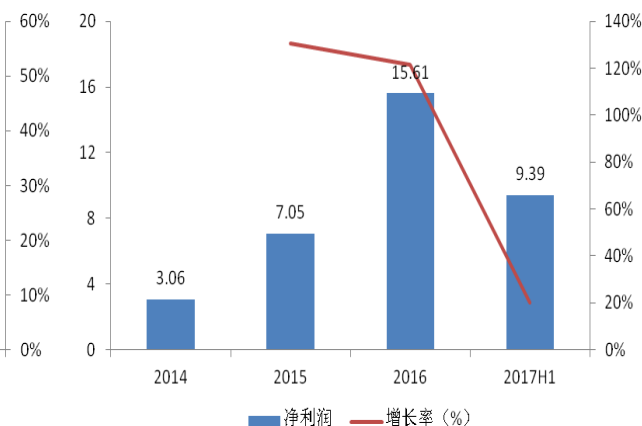


图 50 中大英才净利润及增速（百万元，%）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 51 中大英才分业务收入 (万元, %)

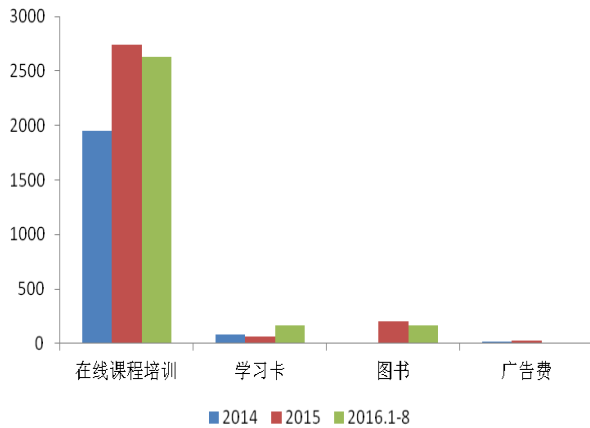
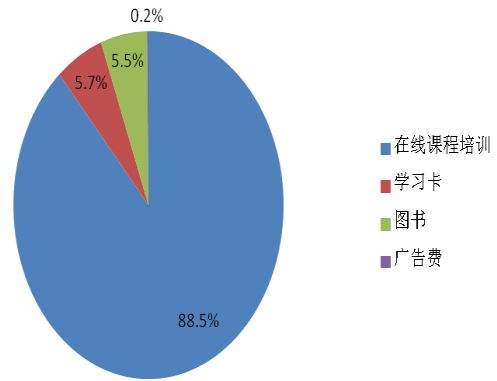


图 52 中大英才业务结构 (2016 年 1-8 月, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

中大英才主要的在线职业培训课程在细分领域拥有竞争优势, 可保持 70% 以上的毛利率水平。2016 年, 部分课程教材和视频更新较少降低了课程成本, 且随着缴费学员人数增加, 收入不断增长, 产生规模效应, 公司整体毛利率水平相应提升。2017 年上半年, 因低毛利率的图书业务增长较快, 公司整体毛利率水平有所下降。费用率方面, 2016 年中大英才调整了管理人员的薪酬发放制度, 且技术系统均由公司研发团队自行维护和研发, 减少了外包服务, 咨询费下降, 综合影响使得公司管理费用率水平下降较快; 销售费用率和财务费用率则维持稳定。

图 53 中大英才分业务毛利率情况 (%)

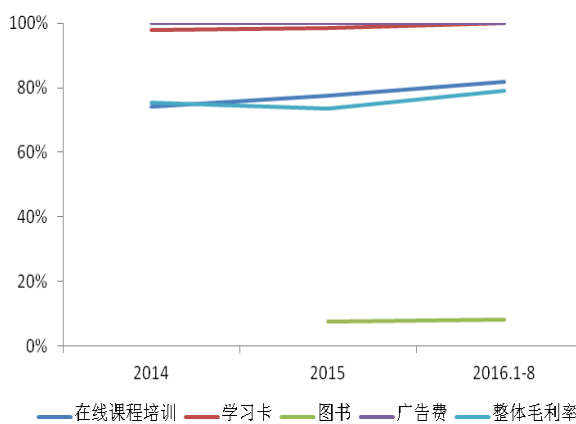
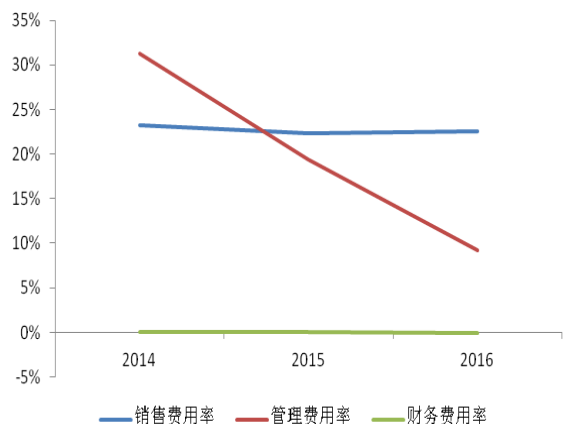


图 54 中大英才费用率水平 (%)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

五、盈利预测

5.1 预测假设

暂不考虑收购天琥教育 56% 股权影响，我们假设如下：

(1) 煤质检测方面，检测分析仪器基本维持现有规模，预计 2017-2019 年收入每年小幅增长 1%；燃料智能化项目因下游火电等客户需求下降，预计未来规模将持续收缩，2017-2019 年收入同比分别下降 40%、20%、20%。(2) 职业教育方面，恒企教育和中大英才发展势头稳健良好，预计大概率能够完成业绩承诺，毛利率维持当前高水平位置，恒企教育因为处于量价齐升阶段，未来净利率有望继续改善。(3) 费用率方面，公司职业教育业务具备一定的规模效应，预计未来费用率较当前水平有所降低，2017-2019 年假设销售费用率和管理费用率分别保持 17.5% 和 24.0%。

表 10 公司 2017-2019 年业绩数据预测 (百万元)

	百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
检测分析 仪器	营业收入	120.15	122.43	123.65	124.89	126.14
	增长率 (%)		1.90%	1.00%	1.00%	1.00%
	营业成本	46.02	48.51	48.84	49.33	49.83
	毛利率 (%)	61.70%	60.38%	60.50%	60.50%	60.50%
燃料智能 化	营业收入	105.06	143.05	85.83	68.66	54.93
	增长率 (%)		36.16%	-40.00%	-20.00%	-20.00%
	营业成本	64.8	93.06	55.79	44.63	35.71
	毛利率 (%)	38.32%	34.95%	35.00%	35.00%	35.00%
恒企教育	营业收入	285.97	381.64	589.36	800.00	1000.00
	增长率 (%)		33.45%	54.43%	35.74%	25.00%
	营业成本	84.24	92.13	117.87	160.00	200.00
	毛利率 (%)		75.86%	80.00%	80.00%	80.00%
中大英才	营业收入	30.56	42.92	54.74	85.71	115.71
	增长率 (%)		40.45%	27.55%	56.58%	35.00%
	营业成本	8.06	10.84	14.78	23.14	31.24
	毛利率 (%)	73.63%	74.74%	73.00%	73.00%	73.00%
其他	营业收入	57.28	75.45	90.54	99.59	109.55
	增长率 (%)		31.72%	20.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	39.04	55.99	63.38	69.72	76.69
	毛利率 (%)	31.84%	25.79%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入	282.48	340.92	944.13	1178.86	1406.34
	增长率 (%)		20.69%	176.94%	24.86%	19.30%
	营业成本	149.86	197.56	300.66	346.82	393.46
	毛利率 (%)	46.95%	42.05%	68.15%	70.58%	72.02%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

5.2 投资逻辑及盈利预测

公司 2017 年 2 月收购恒企教育和中大英才后，正式转型为“职业教育+煤质检测”双主业经营，其中职业教育成为公司未来发展的核心驱动力。

➤ **恒企教育：全国性的会计实操培训龙头，目前处于量价齐升的高速增长阶段：**（1）招生人数方面，2017 年上半年恒企累计招生约 5.6 万人，同比增长近 27%；（2）客单价方面，2016 年恒企会计培训客单价约为 4000 元/人，随着会计从业资格证考试等低端课程减少，“猎才计划”“卓越计划”等中高端产品推出，预计今年客单价有望增长 20% 以上，此外 IT 培训客单价较高，约为 1.5-1.6 万/人。未来公司在课程品类（提高中高端课程占比）、校区数量（根据业绩承诺，未来 4 年约新增 130 家校区，且发展“百城千校”的加盟业务）、赛道布局（拓展赛道至 IT、设计、高校等领域）、融合中大英才发展在线教育等多方面依旧具备较强发展潜力。恒企教育董事长兼总经理江勇及其一致行动人江胜增持公司股份 1125 万股，占总股本的 3.31%，且上调 2017-2018 年业绩承诺，并新增 2019 年业绩承诺，2017-2019 年承诺扣非净利润累积不低于 6 亿元，体现出恒企教育对于自身未来发展前景的信心。

➤ **中大英才：国内领先的在线职业教育平台，与恒企教育发挥协同效应，深度融合双向促进。**中大英才为恒企教育导入线上海量用户流量，并利用互联网技术助推恒企教育在线订单迅猛增长；恒企教育利用线下近 300 个网点的推广能力促进了中大英才的学员转化率，且输出优质的教学内容，使得中大英才订单成交量及收入呈高速增长态势。

➤ **教育团队绑定程度高：**恒企教育 20.66%+中大英才 1.83%，教育团队合计持股比例约达 22.49%。公司控股股东、实际控制人罗氏家族持股比例则进一步降至 32.31%。教育团队持股比例较高，激励较为充分。

➤ **粤民投举牌：**粤民投通过旗下昌都高腾持有公司近 5.02% 的股权，彰显资本对于公司职业教育发展前景的认可，同时公司引入战略投资者使得股权结构进一步优化。

➤ **存在外延并购预期：**恒企教育申请 3 亿元授信额度，公司提供保证担保。主要用于并购教育产业链上下游项目，扩展 IT、设计等领域的复制能力。

盈利预测：暂不考虑天琥教育股权收购影响，我们维持公司盈利预测，预计 2017-2019 年归属净利润分别为 1.80/2.42/3.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.71/0.90 元/股，对应 PE 分别为 41X/30X/24X

(按 2017 年 12 月 22 日收盘价 21.76 元/股计算)。若考虑天琥教育股权收购影响,假设 2017 年天琥教育并表 11-12 月,且未来业绩承诺达标并均分至每月,则公司 2017-2019 年备考归属净利润分别为 1.81/2.52/3.21 亿元,对应 EPS 分别为 0.53/0.74/0.94 元,对应 PE 分别为 41X/29X/23X (同上)。我们认为,公司职业教育业务贡献了绝大部分的公司营收和净利,公司已属于纯正的 A 股职业教育标的,且恒企教育和中大英才均保持快速增长,有望持续释放业绩。维持“增持”评级。

风险提示: 校区扩张不及预期、传统业务竞争加剧风险、商誉减值风险、政策风险等。

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	161	189	288	558
应收和预付款项	301	595	520	808
存货	111	205	160	254
其他流动资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	129	129	129
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	275	255	217	180
无形资产和开发支出	47	1359	1336	1312
其他非流动资产	31	62	77	86
资产总计	929	2796	2729	3329
短期借款	20	136	0	0
应付和预收款项	147	431	249	532
长期借款	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0
负债合计	167	567	249	532
股本	252	340	340	340
资本公积	286	1480	1480	1480
留存收益	217	397	639	944
归属母公司股东权益	756	2216	2458	2764
少数股东权益	7	13	22	34
股东权益合计	763	2229	2480	2798
负债和股东权益合计	929	2796	2729	3329

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生现金流量	33	129	255	283
投资活动产生现金流量	-31	-1497	-20	-20
融资活动产生现金流量	15	1396	-136	6
现金流量净额	19	28	99	270

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	341	944	1179	1406
营业成本	198	301	347	393
营业税金及附加	6	17	22	26
营业费用	48	165	206	246
管理费用	81	227	283	338
财务费用	-1	1	-1	-6
资产减值损失	17	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-8	233	322	410
营业外收支净额	14	14	14	14
利润总额	6	247	335	423
所得税	2	62	84	106
净利润	4	185	251	317
少数股东损益	-2	6	9	12
归属母公司股东净利润	6	180	242	305

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	42.05%	68.15%	70.58%	72.02%
EBIT/销售收入	1.40%	26.25%	28.38%	29.64%
销售净利率	1.14%	19.62%	21.33%	22.57%
ROE	0.78%	8.10%	9.86%	11.04%
资产负债率	17.92%	20.28%	9.13%	15.97%
流动比率	3.46	1.75	3.90	3.05
速动比率	2.77	1.38	3.24	2.57
总资产周转率	0.37	0.34	0.43	0.42
应收账款周转率	1.30	1.91	2.62	2.08
存货周转率	1.78	1.46	2.17	1.55

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。