

## 财务费用吞噬利润，翡翠教育并表增厚业绩

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入5.4亿元,同比增长19.4%;实现归母净利润7346万元,同比减少46.3%。2018年一季度预计实现归母净利润768万元至951万元,同比增长5%-30%。
- **财务费用剧增+股权增值是业绩下滑的主要原因。** 报告期内,公司教育业务大幅增长146%,带动公司毛利率提高13.66pp。期间费用率同比增加9.95pp,其中销售费用、管理费用同比增加19.4%和23.9%。由于利息支出增加,以及汇兑损失大幅提升,公司财务费用剧增2930%。此外,公司2016年计提联讯教育股权增值收益0.94亿元,造成高基数效应。
- **教育业务快速发展,超额完成业绩对赌。** 目前,公司教育业务由联讯教育和智游臻龙组成。

**联讯教育,**是综合性教育信息服务提供商,为中小学提供教育资源公共服务、教育管理公共服务和平安校园管理服务,同时也为职业教育实训室提供综合解决方案。2017-2018年业绩承诺分别为6000万元、7800万元,2017年标的公司承诺业绩完成率为104%。

**智游臻龙,**互联网领域产-学-研的优质区域化公司,顺利完成了分校布局、招生规模创新、教学模式创新等重要事宜。2017年,智游臻龙实现归母净利润3145万元,业绩完成率高达126%。2018-2019年业绩承诺为3250万元和4225万元。

- **非公开过会,翡翠教育增厚公司业绩。** 2018年3月,公司非公开发行收购翡翠教育100%股权(8.2亿非公开+7.5亿现金)事宜获证监会核准,并于2018年3月27日完成标的公司工商变更登记。

翡翠教育主营IT职业教育培训,是细分领域增长最快的企业之一。

**1) 全国性覆盖仅次于达内科技。** 截至目前,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) 管理团队出身市场,具备市场化基因。** 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) 课程体系优势显著,造就高于行业毛利率。** 标的公司课程紧跟市场热点,迭代周期短;平均开班人次在20人左右,保证较好课堂效果;课程周转率高,教学资源利用充分。基于上述优势,公司保持了领先行业的客单价和毛利率水平。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,我们认为翡翠教育业绩完成可能性高,将显著增厚公司业绩。

- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.33元、0.45元、0.58元,未来三年归母净利润将保持65%的复合增长率。对照可比公司估值,给予公司2018年32倍估值,对应目标价10.56元/股,维持“买入”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,汇兑损失风险。

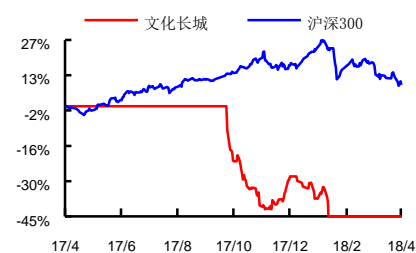
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	540.12	1050.10	1413.00	1630.70
增长率	19.39%	94.42%	34.56%	15.41%
归属母公司净利润(百万元)	73.46	189.42	257.90	330.36
增长率	-46.30%	157.85%	36.15%	28.09%
每股收益EPS(元)	0.13	0.33	0.45	0.58
净资产收益率ROE	4.03%	5.56%	7.23%	8.42%
PE	64	25	18	14
PB	2.58	1.30	1.21	1.11

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: S1250517070001  
 邮箱: zhuzh@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)	2.88
52周内股价区间(元)	8.28-14.95
总市值(亿元)	36.00
总资产(亿元)	27.20
每股净资产(元)	4.19

### 相关研究

1. 文化长城(300089): 非公开顺利过会, 职教龙头成长可期 (2017-12-28)
2. 文化长城(300089): 业绩符合预期, 教育产业稳健布局 (2017-10-27)
3. 文化长城(300089): 教育版图再添翡翠, 陶瓷教育共筑长城 (2017-10-12)
4. 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)

**关键假设：**

假设 1：依托自身品牌和资源整合优势，公司陶瓷业务下行趋势逐步得到缓解，毛利率维持在 31%；

假设 2：翡翠教育自 2018 年 4 月开始并表，大幅提升教育业务规模，在其影响下相关业务毛利率产生变动；

假设 3：电子产品销售业务保持稳步发展，毛利率维持在 9%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
陶瓷类产品	收入	294.26	258.9	238.2	219.2
	增速	-16.5%	-12.0%	-8.0%	-8.0%
	毛利率	30.90%	31.0%	31.0%	31.0%
教育系统集成	收入	113.8	270.4	365.4	419.9
	增速	65.6%	137.6%	35.1%	14.9%
	毛利率	80.13%	56.9%	53.8%	54.5%
教育培训	收入	62.7	415.2	678.8	843.2
	增速	1332.7%	562.3%	63.5%	24.2%
	毛利率	76.32%	73.0%	72.8%	72.8%
软件开发和技术服务	收入	38.9	73.3	96.1	111.1
	增速	662.0%	88.1%	31.2%	15.6%
	毛利率	86.88%	65.5%	62.3%	63.0%
电子产品销售行业	收入	25.87	26.4	26.9	27.5
	增速	29.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	9.55%	9.0%	9.0%	9.0%
其他	收入	4.50	5.9	7.6	9.9
	增速	176.6%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	49.83%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	540.12	1,050.1	1,413.0	1,630.7
	增速	19.39%	94.4%	34.6%	15.4%
	毛利率	49.72%	56.2%	58.8%	60.6%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	540.12	1050.10	1413.00	1630.70	净利润	73.37	201.51	281.86	357.14
营业成本	271.56	459.42	582.55	643.27	折旧与摊销	27.96	21.14	21.14	21.14
营业税金及附加	7.39	14.70	21.19	24.46	财务费用	53.05	48.51	58.16	57.98
销售费用	46.75	115.51	169.56	195.68	资产减值损失	-1.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	75.99	173.27	240.21	277.22	经营营运资本变动	50.78	-433.64	-218.75	-135.28
财务费用	53.05	48.51	58.16	57.98	其他	-81.89	2.72	0.04	-0.09
资产减值损失	-1.45	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>121.82</b>	<b>-159.75</b>	<b>142.46</b>	<b>300.89</b>
投资收益	-5.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-55.07	-1206.88	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-234.80	-221.00	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>-289.87</b>	<b>-1427.88</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>85.90</b>	<b>238.69</b>	<b>341.32</b>	<b>432.08</b>	短期借款	-123.77	-76.00	-25.00	-27.00
其他非经营损益	-1.78	-1.61	-1.73	-1.79	长期借款	-10.00	217.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>84.13</b>	<b>237.08</b>	<b>339.59</b>	<b>430.29</b>	股权融资	0.00	1605.00	0.00	0.00
所得税	10.75	35.56	57.73	73.15	支付股利	0.00	-3.67	-9.47	-12.90
净利润	73.37	201.51	281.86	357.14	其他	318.11	265.49	-58.16	-57.98
少数股东损益	-0.09	12.09	23.96	26.79	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>184.34</b>	<b>2007.81</b>	<b>-92.63</b>	<b>-97.87</b>
归属母公司股东净利润	73.46	189.42	257.90	330.36	<b>现金流量净额</b>	<b>14.88</b>	<b>420.19</b>	<b>49.83</b>	<b>203.02</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	552.84	973.03	1022.85	1225.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	280.29	618.63	815.79	937.70	销售收入增长率	19.39%	94.42%	34.56%	15.41%
存货	95.19	158.33	201.45	222.83	营业利润增长率	-39.12%	177.85%	43.00%	26.59%
其他流动资产	3.93	94.51	127.17	146.76	净利润增长率	-46.35%	174.64%	39.87%	26.71%
长期股权投资	210.12	432.12	432.12	432.12	EBITDA 增长率	-2.87%	84.73%	36.42%	21.53%
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	226.65	215.42	204.19	192.95	毛利率	49.72%	56.25%	58.77%	60.55%
无形资产和开发支出	1183.00	2380.41	2370.94	2361.48	三费率	32.55%	32.12%	33.12%	32.56%
其他非流动资产	168.23	166.78	166.34	165.90	净利率	13.58%	19.19%	19.95%	21.90%
<b>资产总计</b>	<b>2720.25</b>	<b>5039.23</b>	<b>5340.85</b>	<b>5685.60</b>	ROE	4.03%	5.56%	7.23%	8.42%
短期借款	234.00	158.00	133.00	106.00	ROA	2.70%	4.00%	5.28%	6.28%
应付和预收款项	72.63	119.45	160.51	183.02	ROIC	7.51%	9.91%	9.74%	11.35%
长期借款	80.00	297.00	297.00	297.00	EBITDA/销售收入	30.90%	29.36%	29.77%	31.35%
其他负债	512.11	840.42	853.59	858.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>898.74</b>	<b>1414.88</b>	<b>1444.11</b>	<b>1444.62</b>	总资产周转率	0.21	0.27	0.27	0.30
股本	434.80	567.63	567.63	567.63	固定资产周转率	2.63	4.79	6.80	8.29
资本公积	1026.57	2498.75	2498.75	2498.75	应收账款周转率	2.64	3.26	2.61	2.44
留存收益	359.75	545.51	793.94	1111.40	存货周转率	2.61	3.59	3.19	2.99
归属母公司股东权益	1821.13	3611.88	3860.31	4177.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.70%	—	—	—
少数股东权益	0.38	12.47	36.43	63.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1821.51</b>	<b>3624.35</b>	<b>3896.74</b>	<b>4240.99</b>	资产负债率	33.04%	28.08%	27.04%	25.41%
负债和股东权益合计	2720.25	5039.23	5340.85	5685.60	带息债务/总负债	73.36%	81.30%	77.93%	76.03%
					流动比率	2.52	5.78	6.22	7.26
					速动比率	2.26	5.28	5.64	6.62
					股利支付率	0.00%	1.94%	3.67%	3.90%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.33	0.45	0.58
					每股净资产	3.21	6.39	6.86	7.47
					每股经营现金	0.21	-0.28	0.25	0.53
					每股股利	0.00	0.01	0.02	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	166.92	308.34	420.63	511.21					
PE	63.98	24.81	18.22	14.23					
PB	2.58	1.30	1.21	1.11					
PS	8.70	4.48	3.33	2.88					
EV/EBITDA	21.44	15.29	11.03	8.63					
股息率	0.00%	0.08%	0.20%	0.27%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn