

信息安全资产剥离工作稳步推进，教育业务盈利能力逐步释放

——立思辰2018年三季度点评

公司点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 事件:

10月28日公司发布三季报,前三季度公司收入10.99亿元(+2.73%),归母净利润756万元(-88.45%);三季度收入5.49亿元(+41.10%),归母净利润0.64亿元(+110.65%)。

● 资产剥离稳步推进,教育业务盈利可观:

2018年10月7日公司公布资产剥离计划,公司拟5.1亿元置出6家信息安全公司,信息安全资产基本剥离。拟置出资产上半年亏损0.42亿元,严重拖累上市公司业绩,资产剥离后公司业绩将得到释放。

信息安全业务对公司整体业绩拖累逐步消除,公司教育业务盈利能力得到释放,三季度公司收入和利润均实现大幅增长。信息安全业务置出将极大改善公司现金流及整体盈利能力,四季度业绩有望延续高增长。

● 聚焦大语文培训,教育业务全面开花:

2018年2月公司收购语文培训龙头中文未来,并将大语文培训作为学习服务核心业务重点发展。今年以来中文未来线上平台与线下网点快速异地市场复制,大语文培训业务发展势头迅猛。

公司业务聚焦“智慧教育+学习/升学服务”,致力于提供面向B端的公平而有质量的智慧教育服务及面向C端的个性化的学习/升学服务,利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景。教育三大业务协同发展,公司教育业务稳步推进。

● 看好中文未来发展前景,维持“推荐”评级:

我们预计公司2018-2020年净利润分别为1.82、2.91和3.49亿元,对应EPS分别为0.21、0.33和0.40元。当前股价对应2018-2020年分别为39.9、25.0和20.8倍。我们看好公司全面聚焦教育产业的战略,以中文未来为核心的教育业务将成为公司业绩持续增长的核心驱动力,维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 信息安全业务资产剥离,教育业务协同不达预期,大语文异地扩张不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1884	2,161	1,443	1,658	1,907
增长率(%)	84.1	14.7	-33.2	14.9	15.0
净利润(百万元)	280.3	203	182	291	349
增长率(%)	115.4	-27.7	-10.1	59.4	20.2
毛利率(%)	45.9	40.9	39.3	38.8	38.2
净利率(%)	14.9	9.4	12.6	17.5	18.3
ROE(%)	5.5	3.6	3.6	5.3	6.1
EPS(摊薄/元)	0.32	0.23	0.21	0.33	0.40
P/E(倍)	25.94	35.9	39.9	25.0	20.8
P/B(倍)	1.35	1.3	1.3	1.2	1.2

推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.10.30

收盘价(元):	8.33
一年最低/最高(元):	6.65/15.65
总股本(亿股):	8.73
总市值(亿元):	72.73
流通股本(亿股):	6.31
流通市值(亿元):	52.58
近3月换手率:	158.23%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	24.75	-2.22	-6.78
绝对	14.23	-14.84	-30.28

相关报告

《安全业务剥离期业绩暂时下滑,聚焦大语文打造业绩增长新动力》2018-08-30

《全面聚焦万亿教育市场,倾力打造教育科技龙头》2018-05-08

1、信息安全资产剥离稳步推进，教育业务盈利可观

公司 2018 年 2 月发布公告称决定剥离信息安全业务相关资产，拟将公司全资下属公司北京汇金科技 100% 股权转让予胡伟东、李卫、何明、张晓东及/或其指定的第三方；拟将以立思辰计算机技术和立思辰新技术为主体的从事信息安全业务的相关资产(除汇金科技外)出售予朱秋荣、桂峰、白锦龙、张昱、张旭光、潘凤岩、周西柱、张敏及/或其指定的第三方，受让及购买方基本都为公司信息安全业务的相关高管，构成关联交易。

2018 年 10 月公司公布分拆安全业务相关资产公告，公司拟向北京辰光融信企业管理中心出售与信息安全业务相关的子公司的股权，包括：北京立思辰计算机 100% 的股权、北京祥网瑞 100% 的股权、北京立思辰信息技术 100% 的股权、北京从兴科技 100% 的股权、上海友网 100% 的股权及广州立思辰 90% 的股权，相关公司股权合计作价 5.1 亿元。

本次置出资产 2018 年上半年收入 0.62 亿元，净利润-0.42 亿元，应收款项 3.96 亿元，负债 7.08 亿元。本次资产剥离后，公司信息安全核心资产仅剩江南信安，信息安全业务对公司业绩的拖累逐渐消除，公司利润、现金流和资产负债均将有明显好转。

2018 上半年由于信息安全业务的拖累，公司整体业绩亏损，随着信息安全业务的剥离，公司教育业务的业绩得到释放，2018 年三季度公司业绩同比呈现高增长，三季度收入 5.49 亿元 (+41.10%)，归母净利润 0.64 亿元 (+110.65%)，教育业务的盈利情况非常可观。

2、聚焦大语文培训，教育业务全面开花

2018 年 2 月公司收购中文未来，确立公司全新教育业务版图，公司业务上明确聚焦“智慧教育+学习/升学服务”，致力于提供面向 B 端的公平而有质量的智慧教育服务及面向 C 端的个性化的学习/升学服务，利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景。

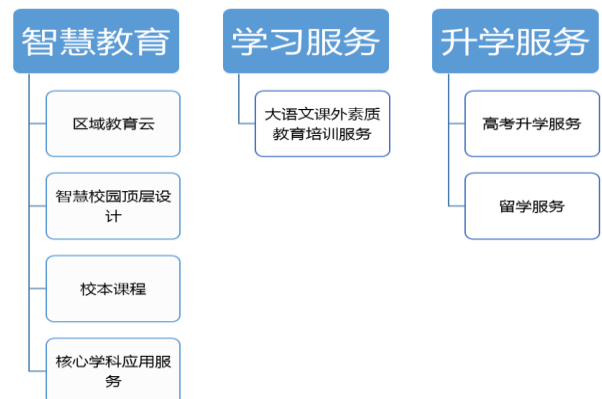
公司教育业务包括三大类：学习服务（中文未来）、升学服务（百年英才和跨学网）和智慧教育（康邦科技、敏特昭阳和立思辰合众）。

图1：立思辰教育业务布局



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2：立思辰教育业务三大板块



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

教育业务三大板块基本情况：

智慧教育：该业务收入和利润体量较大，但是营收和利润增速较慢。预计 2018

年该部分收入占教育业务比例 75% 左右；

升学服务：该业务收入和利润体量较小，但是发展势头迅猛。

学习服务：该业务是公司目前最具有潜力的业务，该业务收入和利润初具规模，且发展速度较快。

参考立思辰教育板块各公司业绩承诺及历史业绩，我们对公司教育业务作出以下预测。该部分预测以教育板块各子公司业绩为基准，不考虑公司持股比例。

表1：立思辰教育业务历史业绩及预测（单位：百万元）

业务板块	项目	数额		各业务占比		2018 年同比增速
		2017	2018E	2017	2018E	
教育业务：	营业收入	1,187	1,388	100.0%	100.0%	17.0%
	净利润	217	369	100.0%	100.0%	69.7%
智慧教育	营业收入	992	1,049	83.6%	75.6%	5.8%
	净利润	142	237	65.2%	64.2%	67.3%
升学服务	营业收入	111	155	9.3%	11.2%	40.0%
	净利润	53	72	24.2%	19.5%	37.1%
学习服务	营业收入	83	184	7.0%	13.2%	120.0%
	净利润	23	60	10.7%	16.3%	158.5%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

今年中文未来发展势头迅猛，根据中报披露公司已在北京、上海、深圳、长沙、成都、西安等 6 个城市设立分校，武汉、南京、天津等 3 个城市的新建分校正式招生开课。

我们初步测算，假定未来公司能成功在上海、深圳、长沙、成都、西安、武汉、南京、天津几大城市复制成功，招生人数超 10 万人，至少可以为公司贡献 3 亿净利润。因此，我们持续关注大语文异地复制进展，并对公司长远发展保持乐观。

3、盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.82、2.91 和 3.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.21、0.33 和 0.40 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 39.9、25.0 和 20.8 倍。我们看好公司全面聚焦教育产业的战略，以中文未来为核心的教育业务将成为公司业绩持续增长的核心驱动力，维持“推荐”评级。

4、风险提示

信息安全业务资产剥离，教育业务协同不达预期，大语文异地扩张不达预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3088	3341	2967	4138	3613	营业收入	1884	2161	1443	1658	1907
现金	745	606	1823	1051	2060	营业成本	1019	1278	875	1015	1178
应收账款	777	1060	167	1242	378	营业税金及附加	14	18	12	14	16
其他应收款	94	168	7	194	37	营业费用	231	300	144	124	133
预付账款	76	157	0	179	27	管理费用	252	301	115	91	95
存货	527	551	188	669	325	财务费用	16	49	13	5	-1
其他流动资产	870	800	783	802	786	资产减值损失	56	98	36	25	19
非流动资产	4498	4913	4758	4824	4883	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	13	32	50	68	86	投资净收益	11	66	4	5	4
固定资产	121	283	141	123	112	营业利润	306	235	251	389	471
无形资产	282	382	411	439	466	营业外收入	60	1	0	0	0
其他非流动资产	4082	4216	4157	4194	4219	营业外支出	3	1	1	2	2
资产总计	7586	8254	7726	8963	8496	利润总额	362	235	250	388	470
流动负债	1855	1941	1336	2372	1633	所得税	62	33	37	58	70
短期借款	310	370	370	485	370	净利润	300	201	212	330	399
应付账款	194	240	57	288	112	少数股东损益	20	-1	30	39	50
其他流动负债	1350	1330	909	1599	1150	归属母公司净利润	280	203	182	291	349
非流动负债	308	671	534	414	293	EBITDA	422	343	336	475	560
长期借款	144	617	479	360	238	EPS(元)	0.32	0.23	0.21	0.33	0.40
其他非流动负债	164	55	55	55	55						
负债合计	2163	2612	1870	2786	1926	主要财务比率					
少数股东权益	48	159	189	228	278	成长能力					
股本	872	872	873	873	873	营业收入(%)	84.1	14.7	-33.2	14.9	15.0
资本公积	3876	3781	3781	3781	3781	营业利润(%)	171.9	-23.3	7.1	54.7	21.1
留存收益	688	864	1070	1393	1782	归属于母公司净利润(%)	115.4	-27.7	-10.1	59.4	20.2
归属母公司股东权益	5375	5483	5666	5948	6291	获利能力					
负债和股东权益	7586	8254	7726	8963	8496	毛利率(%)	45.9	40.9	39.3	38.8	38.2
						净利率(%)	14.9	9.4	12.6	17.5	18.3
						ROE(%)	5.5	3.6	3.6	5.3	6.1
						ROIC(%)	5.1	3.7	3.2	4.7	5.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.5	31.6	24.2	31.1	22.7
						净负债比率(%)	-2.8	7.9	(14.5)	(1.3)	-20.2
						流动比率	1.7	1.7	2.2	1.7	2.2
						速动比率	1.4	1.4	2.1	1.5	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
						应付账款周转率	7.4	5.9	5.9	5.9	5.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.23	0.21	0.33	0.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-0.08	1.41	-0.69	1.61
						每股净资产(最新摊薄)	6.16	6.28	6.49	6.81	7.21
						估值比率					
						P/E	25.94	35.86	39.91	25.03	20.83
						P/B	1.35	1.33	1.28	1.22	1.16
						EV/EBITDA	17.07	23.0	19.8	15.7	11.2
现金流量表(百万元)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	279	-166	1229	-603	1405						
净利润	300	201	212	330	399						
折旧摊销	54	64	82	90	102						
财务费用	16	49	13	5	-1						
投资损失	-11	-66	-4	-5	-4						
营运资金变动	-139	-512	925	-1023	909						
其他经营现金流	59	98	0	0	0						
投资活动现金流	-2030	-270	77	-152	-156						
资本支出	141	216	-173	48	41						
长期投资	-142	-297	-18	-18	-18						
其他投资现金流	-2030	-351	-113	-122	-133						
筹资活动现金流	2088	388	-88	-132	-126						
短期借款	35	60	0	0	0						
长期借款	12	472	-137	-120	(121)						
普通股增加	186	0	1	0	0						
资本公积增加	3225	-95	0	0	0						
其他筹资现金流	-1370	-49	48	-12	-4						
现金净增加额	337	-49	1217	-886	1124						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>