



拟剥离原主业聚焦教育领域，切入大语文蓝海驱动成长

2018.12.20

肖明亮(分析师) 叶轵(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310117040003

核心要点:

- 拟剥离原主业聚焦教育板块，打造智慧教育+升学服务+学习服务体系，从B端进军C端完善教育业务布局。公司成立于1999年，传统主业是信息安全服务提供商；从2014年起，公司先后通过并购进军教育领域，在B端服智慧教育服务方面：2017年营收为10.9亿元，公司拥有连续5年排名“中国教育行业方案商十佳榜”首位的智慧校园顶层设计标的康邦科技，以及开发了300余门校本课程，以葵花籽英语学习系统为核心，纵横延伸产品场景的敏特昭阳。在C端升学服务：2017年营收为1.1亿元，同比增长185%，拥有叁陆零教育留学服务标的以及百年英才高考升学服务标的。在C端学习服务：18H1并表收入3200万元，主要拥有专注于大语文培训的中文未来，受益于公司教育板块的持续整合，教育板块营收从2014年的0.94亿元提升至2017年的12亿元。公司后续拟剥离信息安全业务相关资产，聚焦教育业务致力于打造教育科技集团。
- 政策催化+升学刚需，大语文成K12培训新蓝海。①从新高考政策来看明确语文考试难度提升，考试总阅读字数将从7000字增加到1万字，阅读量增加5%到8%，阅读面将会广泛涉及哲学、历史、科技等内容；②从语文新课标来看增加了对背诵、阅读的要求：课外阅读总量不少200万字，高考必背古诗文增加至74篇，将原标准“诵读篇目的建议”改为“古诗文背诵推荐篇”，让回归语文学习人文性、加强阅读量、增加传统文化学习成为语文学习的新方向。从供给端来看，新东方、好未来相继开始布局大语文产品，我们认为语文历来是高考核心科目之一，受政策改革影响，语文难度提升将提升学生对语文学习的重视程度，驱动大语文课培细分领域的成长。
- 收购大语文培训领先标的中文未来100%股权，切入大语文领域驱动成长。中文未来2019-2021业绩承诺为1.3/1.69/2.1亿元，对应19年收购估值为13.8倍，目前线下业务在全国6个城市拥有83个校区，10月30日在读人数6.5万人，较6月30日2.2万人成长迅速。从竞争性来看：通过兴趣课+应试课构建课程生态，通过股权+高薪吸引名师，通过大数据管理系统增强用户粘性；从成长扩张来看：通过异地资源方合作办学、外派自己培养种子校长、线上往线下引流以及从语文往英语和理科产品扩充驱动成长。
- 盈利预测：我们预计2018-2020年归母净利润为1.7、3.0、3.6亿元，对应EPS为0.2、0.35、0.42元/股，对应38、22、18倍PE，首次覆盖，我们看好大语文培训赛道的成长，考虑中文未来布局较早扩张迅速，有望凭借大语文产品实现弯道超车，结合可比公司估值给予19年29倍PE，对应目标价为9.89元/股，给予强烈推荐评级。

风险提示：商誉减值风险、招生人数不及预期、行业政策风险

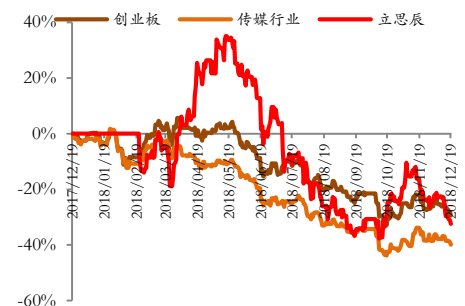
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2161.08	1843.10	2029.36	2378.76
同比(%)	14.73%	-14.71%	10.11%	17.22%
归属母公司净利润	202.78	175.23	302.54	362.84
同比(%)	-27.66%	-13.59%	72.65%	19.93%
毛利率(%)	40.87%	39.68%	42.33%	43.54%
ROE(%)	3.67%	3.05%	5.04%	5.74%
每股收益(元)	0.23	0.20	0.35	0.42
P/E	32.46	37.57	21.76	18.14
P/B	1.20	1.16	1.10	1.04

强烈推荐 (首次覆盖)

现价: 7.55
目标价: 9.89
股价空间: 31%

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
立思辰	-19.34	2.72	-40.08
传媒行业	-9.15	-7.28	-25.26
创业板指	-9.58	-8.88	-22.71

基本资料

总市值(亿元)	67.14
总股本(亿股)	8.73
流通股比例	72.30%
资产负债率	35.87%
大股东	池燕明
大股东持股比例	17.09%



目录

目录	2
图表目录	3
1. 转型期——剥离信息安全，聚焦教育业务	4
1.1 剥离信息安全业务，集中资源发展教育业务	4
1.2 智慧教育+升学服务+学习服务，五年铸就教育科技集团	5
1.2.1 积极布局细分赛道，公司教育版图由 B 端延伸至 C 端	5
1.2.2 面向 B 端：教育与 IT 深度融合，成就智慧校园龙头	7
1.2.3 面向 C 端：大语文教研体系+升学研究院，个性化教育服务全国领先	8
1.2.4 技术+内容+运营+品牌核心竞争力驱动教育业务快速成长	10
2. 大语文成 K12 新蓝海，中文未来加速启航	11
2.1 政策端支持+需求端强劲，大语文时代来临	11
2.1.1 政策端：新高考·新课标——数学英语受限制，语文成新增长点	11
2.1.2 需求端：新生代家长文化素养培育意识渐浓，课外培训成为提分有效方法	12
2.1.3 大语文风口，巨头纷纷布局语文产品	12
2.2 中文未来：全国领先语文培训品牌	14
2.2.1 看壁垒：课程体系+培养机制+服务升级构建品牌壁垒	14
2.2.2 看成长：异地扩张模式多样+理科英语协同效应共促成长	15
3. 盈利预测	15
4. 风险提示	16



图表目录

图表 1	2013-2018H1 公司营收及增速	4
图表 2	2013-2018H1 公司业务构成	4
图表 3	2013-2018H1 公司各业务毛利率	4
图表 4	2013-2018H1 公司三费率	4
图表 5	2013-2018H1 公司业务构成	5
图表 6	公司教育业务高速增长	5
图表 7	公司教育业务毛利率	5
图表 8	公司教育版图从 B 端延伸至 C 端	6
图表 9	敏特昭阳产品布局	6
图表 10	康邦科技业务布局	6
图表 11	叁陆零教育业务布局	7
图表 12	百年英才业务布局	7
图表 13	公司大语文优势	7
图表 14	智慧教育业务稳步增长	8
图表 15	大语文线上业务报名人数、在读人数	9
图表 16	大语文线下业务报名人数、在读人数	9
图表 17	2017 大语文业务线上线下结构	9
图表 18	2018H1 大语文业务线上线下结构	9
图表 19	大语文业务快速增长	9
图表 20	升学服务快速增长	10
图表 21	大语文“主线+辅线”课程体系，“线上+线下”运营模式	11
图表 22	语文学科政策导向	12
图表 23	好未来大语文	13
图表 24	新东方大语文教材	13
图表 25	新东方大语文三讲一单元	13
图表 26	大语文布局以华北为主	14
图表 27	大语文融资情况	14
图表 28	中文未来营收情况	14
图表 29	中文未来盈利情况及业绩承诺	14
图表 30	立思辰大语文团队	15
图表 31	收购标的业绩对赌情况	16
图表 32	可比公司估值梳理	16
图表 33	2013-2017 商誉情况	16
图表 34	2013-2016 商誉拆分	17

1. 转型期——剥离信息安全，聚焦教育业务

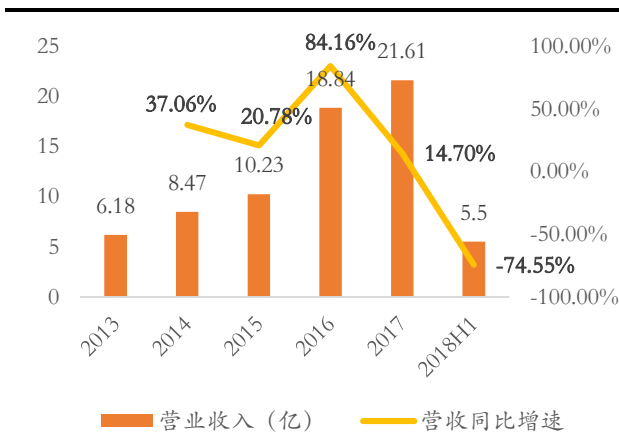
1.1 剥离信息安全业务，集中资源发展教育业务

剥离信息安全业务，集中发展教育业务。立思辰于 2009 年在深圳创业板上市，主营信息安全业务；2013 年进入教育领域，2017 年教育业务占比 56%，2018 年上半年教育业务占比 67%。公司教育和信息安全两大主营业务差别较大，无法形成有效协同，且公司资源有限，双主业形态不利于公司未来的长远发展。因此 2018 年 10 月，公司计划全面剥离信息安全业务，集中资源发展教育业务。

根据公司 2018 年 10 月 7 号发布的《关于分拆安全业务相关资产暨关联交易的公告》，信息安全业务的剥离步骤如下：

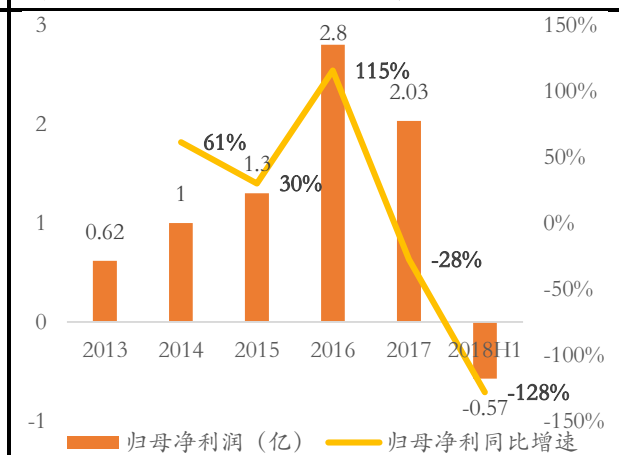
- ① **出售 6 家信息安全子公司股权。**拟向北京辰光融信企业管理中心出售北京立思辰计算机技术有限公司 100% 股权、北京祥瑞网瑞数字技术有限公司 100% 股权、北京立思辰信息技术有限公司 100% 股权、从兴科技有限公司 100% 股权、上海友网科技有司 100% 股权、广州立思辰信息科技有限公司 90% 股权，交易作价 5.1 亿。
- ② **出售北京立思辰云安信息技术有限公司股权。**2018 年年报出具后，拟向北京辰光融信企业管理中心或指定第三方出售北京立思辰云安信息技术有限公司 100% 股权。

图表1 2013-2018H1 公司营收及增速



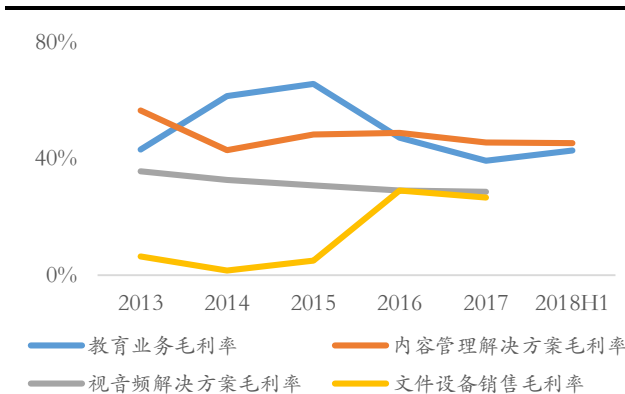
资料来源：Wind、广证恒生

图表2 2013-2018H1 公司业务构成



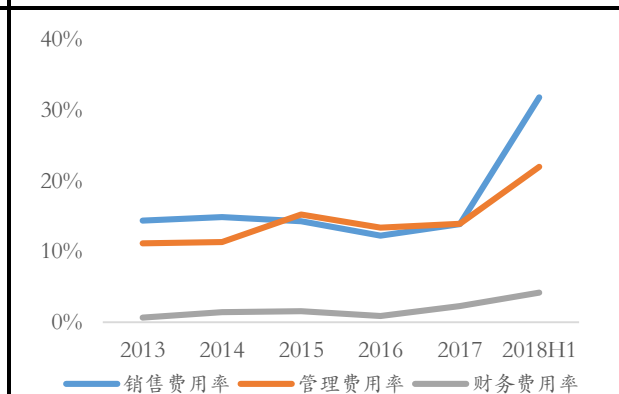
资料来源：Wind、广证恒生

图表3 2013-2018H1 公司各业务毛利率



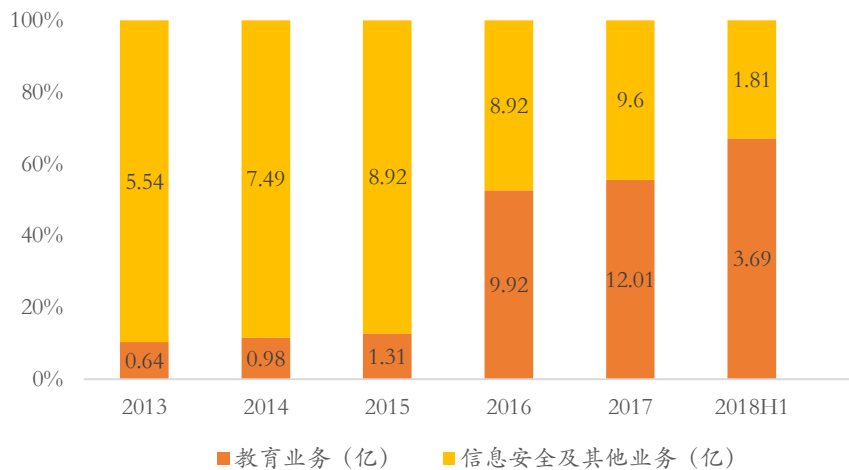
资料来源：Wind、广证恒生

图表4 2013-2018H1 公司三费率



资料来源：Wind、广证恒生

图表5 2013-2018H1 公司业务构成



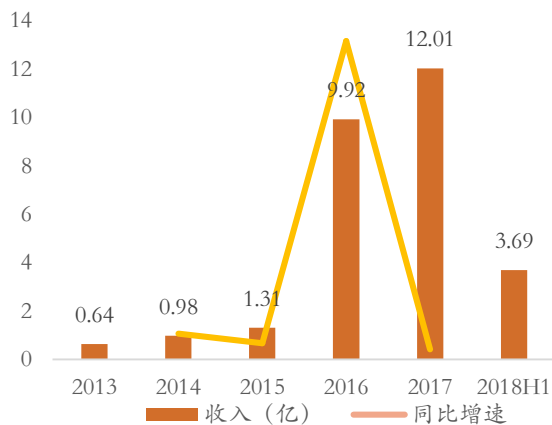
资料来源: Wind、广证恒生

1.2 智慧教育+升学服务+学习服务, 五年铸就教育科技集团

1.2.1 积极布局细分赛道, 公司教育版图由 B 端延伸至 C 端

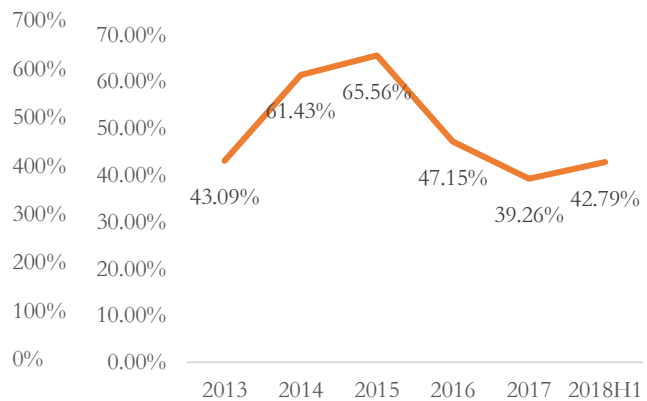
公司教育业务实现高速增长。公司 2013 年进入教育领域, 坚持“做大智慧教育, 做强教育服务, 做精未来学校, 做实教育生态”的发展路径, 利用科技手段打通校内校外、线上线下、国内国外的学习场景。教育业务 2013 年实现营收 0.64 亿, 2017 年实现营收 12 亿, 年均复合增速 108%。2018 上半年教育业务实现收入 3.69 亿。

图表6 公司教育业务高速增长



资料来源: Wind、广证恒生

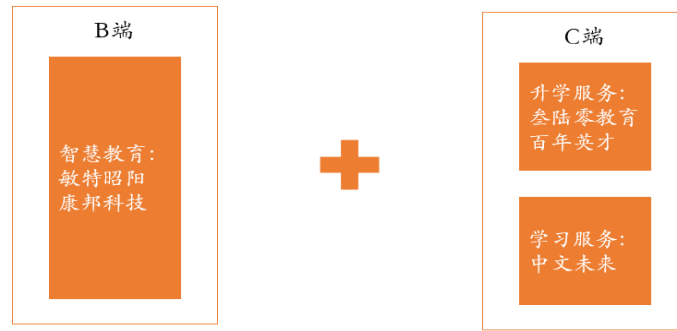
图表7 公司教育业务毛利率



资料来源: Wind、广证恒生

布局智慧教育+升学服务+学习服务的细分赛道。公司的教育布局从 B 端延伸至 C 端, 教育版图不断扩大。通过 B 端业务获得收入利润的同时可以得到近距离接触终端用户的机会, 并通过内容和技术打通 C 端业务, 进一步扩大市场。

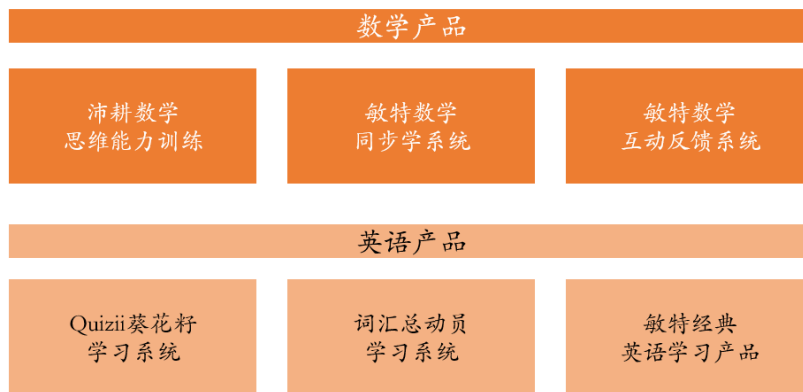
图表8 公司教育版图从B端延伸至C端



资料来源：敏特昭阳官网、广证恒生

- **智慧教育：**公司于2014年11月收购K12公立校学科系统提供商敏特昭阳95%股权，并于2017年4月完成剩余5%股权的收购；2015年11月收购覆盖高教、职教、普教、幼教及区域智慧教育领域的智慧教育全景解决方案提供商康邦科技100%股权，继续加强在B端智慧教育赛道的布局。

图表9 敏特昭阳产品布局



资料来源：敏特昭阳官网、广证恒生

图表10 康邦科技业务布局

为您提供智慧教育全景解决方案



资料来源：敏特昭阳官网、广证恒生

- **升学服务：**于2016年3月收购互联网留学服务提供商叁陆零教育100%股权，2016年9月收购高考升

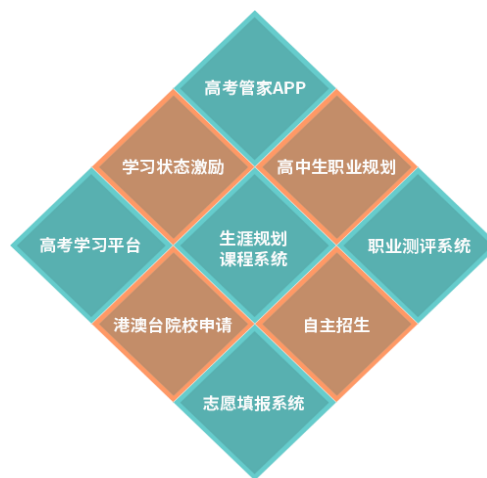
学咨询机构百年英才 100% 股权，成功延伸至 C 端教育服务领域。

图表11 叁陆零教育业务布局



资料来源：叁陆零教育官网、广证恒生

图表12 百年英才业务布局



资料来源：公司官网、广证恒生

- **学习服务**：2018 年 2 月收购中文未来 51% 股权，11 月收购中文未来 39% 股权，公司进入大语文课外培训市场，加强 C 端学习服务领域的布局。

图表13 公司大语文优势



资料来源：公司官网、广证恒生

1.2.2 面向 B 端：教育与 IT 深度融合，成就智慧校园龙头

践行教育与 IT 深度融合，领军智慧教育行业。公司智慧教育业务涵盖智慧校园顶层设计、校本课程、核心学科应用服务及区域教育云服务四大核心板块。在智慧校园顶层设计和校本课程方面，2017 公司联合多所学校举办综合实践活动，为学校开设 300 多门校本课程，涵盖科学技术、传统文化、生活艺术、体育

舞蹈等类别，将学校的校园文化和特色课程开发充分结合，为学校一线教学提供有力支持，极大丰富了教育内容资源的输出形式。在核心学科应用服务方面，拥有五个研发中心，并在2017年公司升级沛耕数学和葵花籽英语系统，提升了用户认可度和口碑。子公司康邦科技连续八年入围“中国教育行业方案商十佳”，且近五年排名首位，领军智慧教育行业。智慧教育业务2016年实现8.6亿收入，2017年实现10.9亿收入，2018上半年实现2.8亿收入，实现稳步增长。

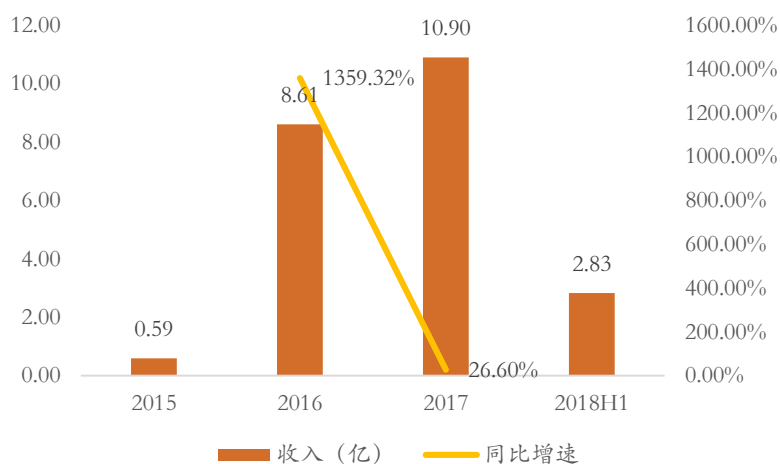
合作多地各级政府+洽谈 PPP 项目+投标智慧校园建设项目，三大维度共保智慧教育成长。

①**合作多地各级政府开拓区域教育业务：**公司在山东、湖北、河北、河南等区域积极开拓教育业务，并与多地各级政府签订“共同推进智慧教育建设发展”合作协议，有利于公司进一步开拓发展区域教育业务。

②**洽谈 PPP 项目：**目前公司成功中标河南省鄢陵县基础教育提升暨义务教育发展基本均衡县创建建设 PPP 项目，并且仍在积极洽谈，后续有望实现良好发展。

③**投标智慧校园建设项目：**2018年公司，中标蒲江中学智慧校园建设项目和滁州二中智慧校园建设项目，项目金额分别为7,282万元和2,068万元，并且截至2018年6月30日，康邦科技有在手合同额为9.68亿元。

图表14 智慧教育业务稳步增长



资料来源：Wind、广证恒生

1.2.3 面向 C 端：大语文教研体系+升学研究院，个性化教育服务全国领先

1. 学习服务

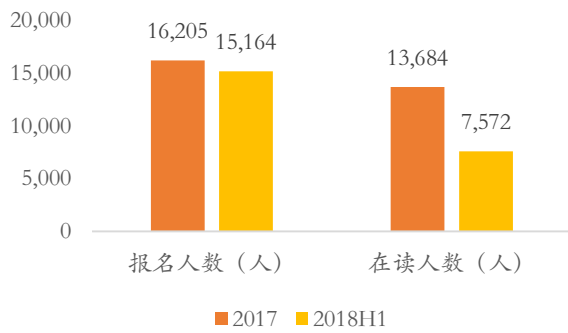
收购中文未来，大语文教研体系全国领先。公司2018年2月以4.81亿元收购中文未来51%股权，11月以7.02亿元收购中文未来39%股权。中文未来创始团队是大语文教研体系的创立者，采取以提升学生语文学学习兴趣及培育学生文学素养为核心的教学方式，采用“线上+线下”的复合运营模式，线上为诸葛学堂（在线直播和录播的语文付费课程），线下设有立思辰大语文学习中心。2018上半年确认营业收入5,928.06万元，其中并表收入3,200.97万元。

线上线下齐扩张，大语文业务快速成长。

①**线上：**2017年诸葛学堂报名人数16205，在读人数13684，确认收入2193万；2018上半年报名人数15164，在读人数7572，确认收入1189万

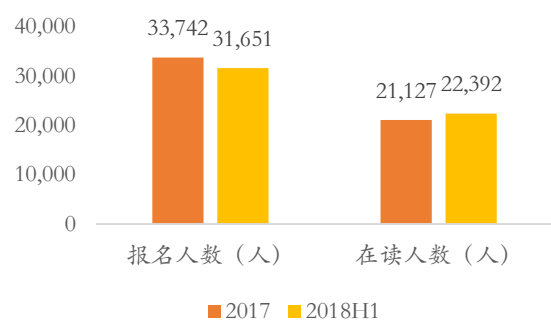
②**线下：**截至2018年6月30日，公司大语文分部在北京、上海、深圳、长沙、成都、西安等6个城市设有分校，共81家学习中心，线下业务报名人数31651，在读人数22392，确认收入4589万；截至2018年10月31日，线下业务在读人数64673，学习中心共83家。

图表15 大语文线上业务报名人数、在读人数



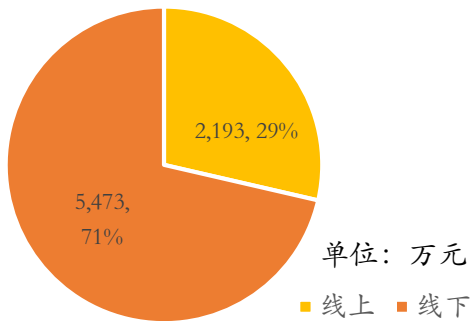
资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

图表16 大语文线下业务报名人数、在读人数



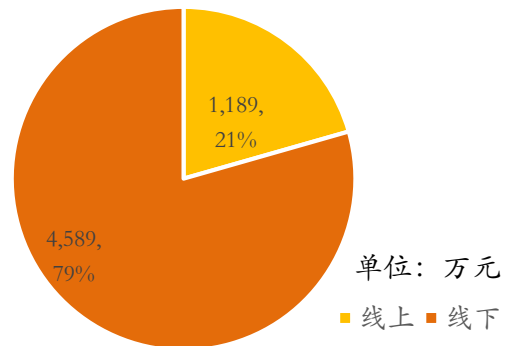
资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

图表17 2017 大语文业务线上线结构



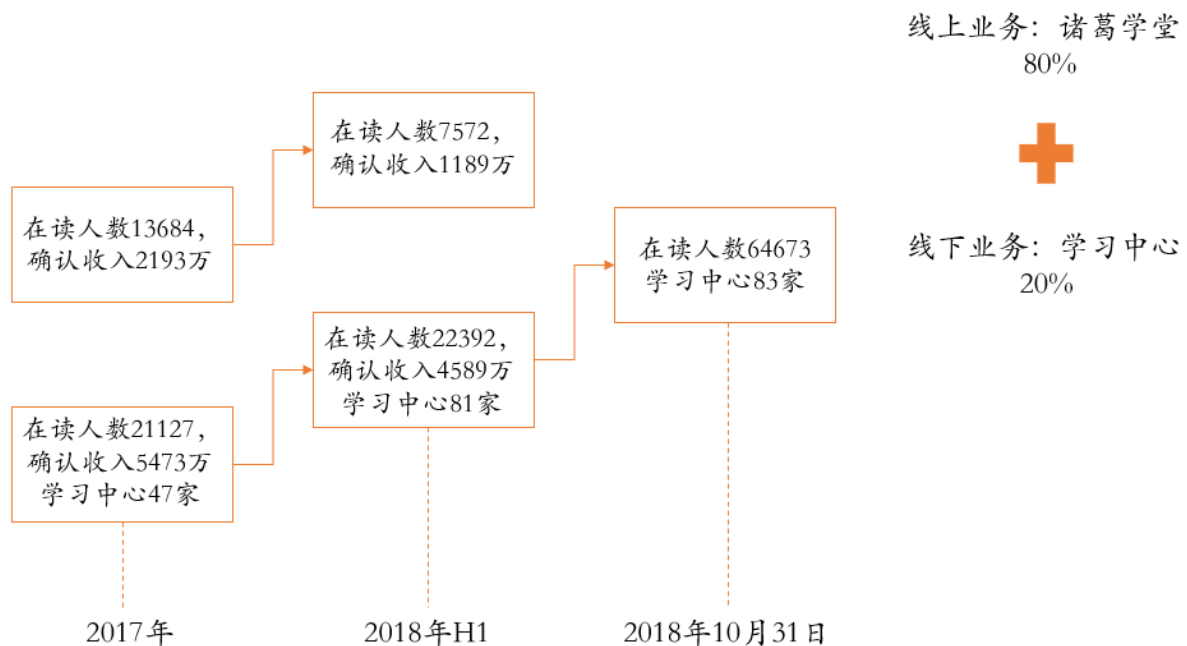
资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

图表18 2018H1 大语文业务线上线结构



资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

图表19 大语文业务快速增长



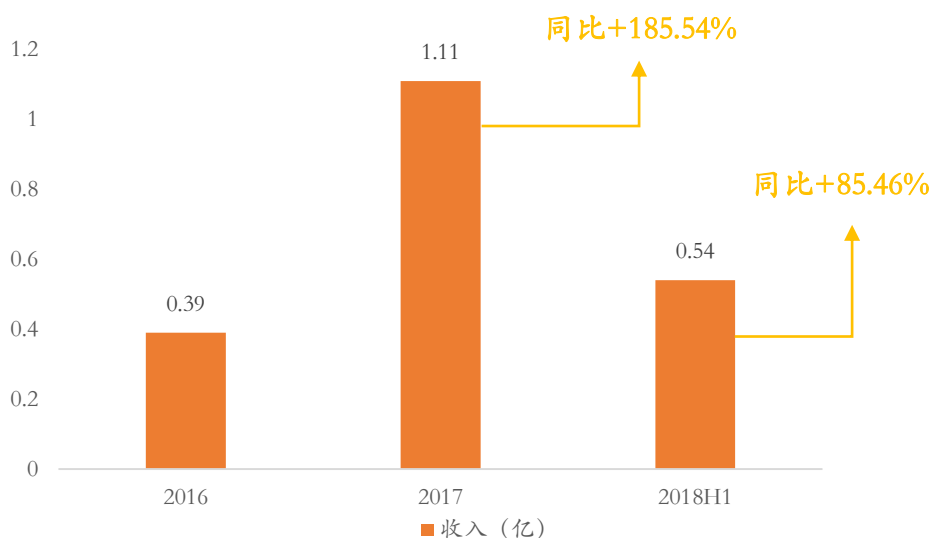
资料来源：公司 2018 半年报、广证恒生

2. 升学服务

高考升学研究院专注高中生升学服务，新高考选科系统+线上线下活动显著提升品牌影响力。高考升学研究院专注于研究高中生生涯规划、升学通道设计、高考政策、自主招生政策、港澳台升学和高中生心理问题等。公司完成大新高考3+3选科指导系统的研发，有望依托该产品加强与学校合作机会，为学生提供新高考选科服务；同时，公司积极举办新高考论坛、新高考中学生生涯规划教育一体化方案研讨会、全国百所学校高考升学规划讲座公益行等，2018上半年实现线下活动场次510次，覆盖人数达9万人次，微信社群新增3万人次，自媒体浏览量新增9千万，高考管家APP新增下载量30万次，线上直播课、升学专家公益讲座覆盖人数10万人次，品牌影响力得到较大提升。

保持互联网流量领先优势+完善全国布局，升学服务快速增长。2017年公司升学服务实现营业收入1.1亿元，同比增长185.54%；2018上半年公司升学服务实现营业收入5,379.76万元，同比增长85.46%。**高考升学方面：**子公司百年英才持续扩张，完善全国布局，2018上半年新增衡水、吉林、营口三家分公司，截至2018年6月30日，分公司数量达30家，覆盖20个省份。**留学服务方面：**继续保持互联网流量方面领先优势，同时完善全国布局，公司在国内开设20余个分支机构，业务覆盖美国、加拿大等30个国家3000余所院校。

图表20 升学服务快速增长



资料来源：公司2018半年报、广证恒生

1.2.4 技术+内容+运营+品牌核心竞争力驱动教育业务快速成长

1. 技术优势：公司重视研发能力的提升，不断加强在教育大数据及人工智能领域的投入，掌握情感计算、自然语言理解、数据分析及可视化等核心技术的应用，打造“教育大脑计划”，为公司教育产品赋能。

A) 大语文搭建 CRM 系统，通过与客户接触的所有环节的数据收集与分析，形成用户画像，从而基于用户画像为后续的教学服务提供指导，提升学员和家长的满意度。**B) 升学服务研发新高考选科测评系统，**为新高考学生选科提供服务。**C) 智慧教育深度融合 IT，**构建教育科技服务网络。

2. 内容优势：**A) 拥有全国领先的大语文教研体系，**打造丰富的语文内容资源及独特的教学体系。公司推出特色“主线+辅线”课程体系：主线为大语文课程，以提升学生的语文兴趣和语文文化素养为目的，教导古代文学、外国文学；辅线为配套的庖丁阅读、思晨写作课程，这两个课程主要教授应试技巧，有利于学员提分。并且，立思辰大语文和全国七个省市上百所公立校合作，与百位名师共同研讨传统教材外的补充教学体系，推出“中文教育如何浸入式的落地+创新”课题工作。**B) 升学服务业务覆盖升学通道设计、**高考政策、自主招生政策、港澳台升学和高中生心理问题的全系列生涯规划。**C) 智慧教育**拥有丰富的校本课程资源，围绕不同需求，整合提供个性化服务。

图表21 大语文“主线+辅线”课程体系，“线上+线下”运营模式



资料来源：立思辰官网、广证恒生

3.运营优势：A) 线上线下运营模式形成语文学学习闭环：大语文线上诸葛学堂和线下学习中心能够形成很好的协同，互相促进成长。同时，公司研发双师课堂教学平台对三四线城市的教育培训机构进行赋能，已在江西、河北、甘肃、江苏等省份的多个城市进行试点工作，共享教育资源，有利于扩大品牌影响力，为异地扩张打下良好基础。B) 从B端到C端实现业务的延伸：通过B端业务获得收入利润的同时可以得到近距离接触终端用户的机会，并通过内容和技术打通C端业务，进一步扩大市场。例如，子公司康邦科技拥有比较丰富的公立学校资源，中文未来可以借助康邦科技的资源，通过大语文内容和技术进入学校，打通C端业务。

4.品牌优势：立思辰的教育品牌形象已经树立起来：子公司康邦科技连续八年入围“中国教育行业方案商十佳”，且近五年排名首位；大语文与北京师范大学共同成立“立思辰大语文研创基金”，为立思辰大语文在中国乃至国际市场语文教育的持续快速发展奠定了良好的基础。

2.大语文成 K12 新蓝海，中文未来加速启航

2.1 政策端支持+需求端强劲，大语文时代来临

2.1.1 政策端：新高考·新课标——学英语受限制，语文成新增长点

1.新高考语文区分度上升：2014年9月，国务院发布《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》，2017年，上海、浙江已率先进行改革试点，2018年将会有包括广东、河南等17个省份加入改革。根据新高考改革方案来看，英语可多次参考，取最高分计入总分，数学文理不分科，命题难度下降；而语文学科的广度和难度提升，阅读速度将从7000字增加到1万字，阅读题量增加5%到8%，阅读面将会广泛涉及哲学、历史、科技等内容。

2.新课标制定语文学学习新方向：2013年，教育部开始启动普通高中课程方案和课程标准实验稿的修订工作，提出“语言建构与运用”、“思维发展与提升”、“审美鉴赏与创造”、“文化传承与理解”四方面的语文学科核心素养；《普通高中语文课程标准（2017）》对古诗文背诵、阅读、写作都有明确的量的规定：课外阅读总量不少200万字，2018年高考语文必背古诗文增至74篇，将原标准“诵读篇目的建议”改为“古



诗文背诵推荐篇目”，推荐篇目数量增加到**72首**等，让回归语文学习人文性、加强阅读量、增加传统文化学习成为语文学习的新方向。

3.四部委针对教培机构的专项治理行动——数学培训受限制：教育部、民政部、人社部、工商总局办公厅联合印发“开展校外培训机构专项治理行动的通知”，针对面向中小學生开展学科类培训及竞赛活动的培训机构，进行严格规范整顿。根据通知，“超纲教学”、“提前教学”、各类与招生挂钩的考试、竞赛，课后作业过重等成为重点整治的现象，这意味着未来数学学科的培训受到更多限制。

图表22 语文学科政策导向



资料来源：公开资料、广证恒生整理

2.1.2 需求端：新生代家长文化素养培育意识渐浓，课外培训成为提分有效方法

新生代家长文化素养培育意识渐浓，语文培训需求强劲。80、90后这一新生代父母成为课外培训市场的消费主力。他们更加重视培养孩子的文化素养、综合素养，也更加具有承担课外培训的消费能力。因此，新生代家庭对课外语文培训的需求十分强劲。

公立学校课时压缩，课外培训成为提升语文成绩的有效方法。减负政策的影响下，公立学校的课时呈现压缩的趋势。语文学科除了课堂学习外，更要依靠课外不断地积累和补充，通过学习更多的中国文化、文学课以提高综合语文素养，有限的课内学习显然并不足以满足此种需要，因此课外培训成为提升语文的有效途径。

2.1.3 大语文风口，巨头纷纷布局语文产品

政策、需求双方共促大语文浪潮，教育巨头齐布局。2018年新东方发布大语文产品，从2016年开始筹划至2018年暑期正式落地部分校区，历时两年，课程从文学、写作、国学三个维度入手，搭建从输入到输出的思维训练闭环；同年好未来也发布大语文产品，以中文分级阅读体系为主，涉及人文游学、素质活动、素养微课等内容，目前学而思大语文产品已经在15个城市上线；2018年6月，红黄蓝投资在线国学教育内容提供商又又国学堂。根据黑板洞察的统计，截至2018年9月大语文赛道共74家公司，其中华北32家，华东22家，华中、华南各10家。

图表23 好未来大语文



大语文

文学让内心丰满，历史让见识卓越，哲理让思想深刻。学而思大语文融汇文史哲，通过身临其境的教学，带给孩子们超越时空的趣味课堂。让孩子们在今后的人生道路中，以读万卷书的儒雅气质、丰富的历史阅历、深刻的思想升华，获得受益一生的语文素养和能力，成为一个有修养的人，从容自信走向未来。

学而思大语文黄金三环

第一环：大语文课程体系——激发兴趣，爱上语文

第二环：分级阅读体系——读万卷书，腹有诗书气自华

第三环：应用与实践——积累知识聚沙成塔，应用实践丰富人生

资料来源：学而思官网、广证恒生整理

图表24 新东方大语文教材

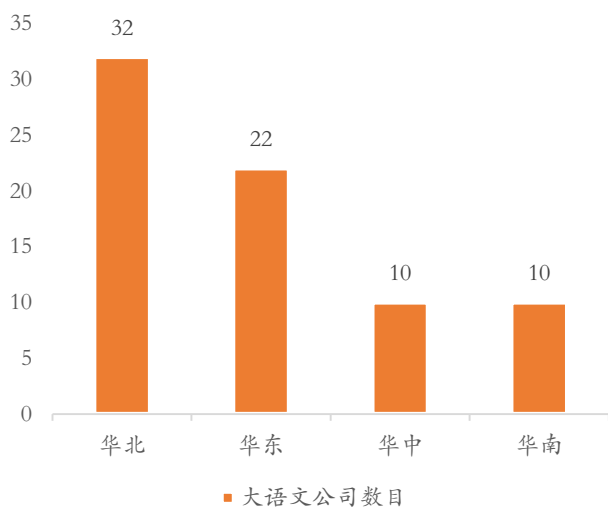


资料来源：新东方官网、广证恒生

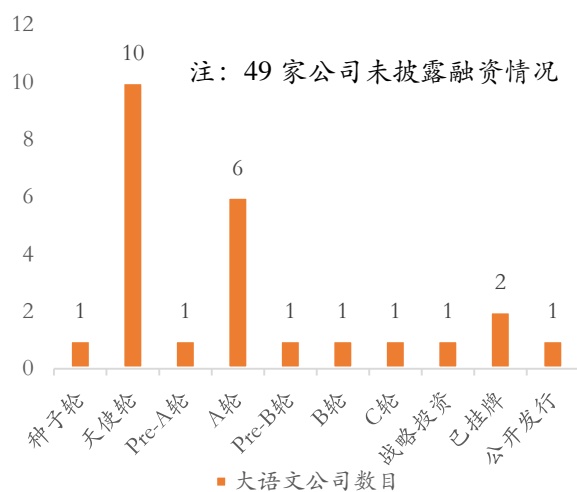
图表25 新东方大语文三讲一单元



资料来源：新东方官网、广证恒生

图表26 大语文布局以华北为主


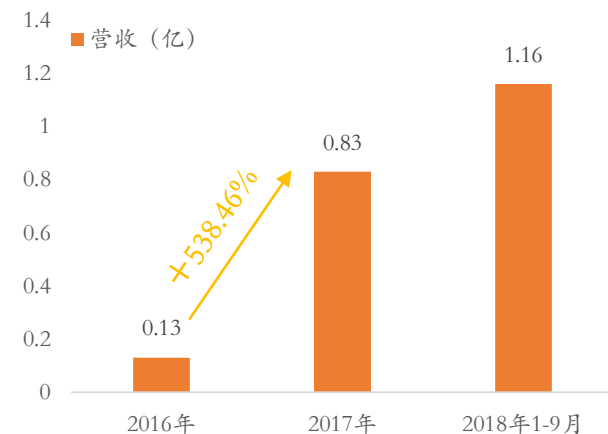
资料来源：黑板洞察、广证恒生
 注：截至 2018.09

图表27 大语文融资情况


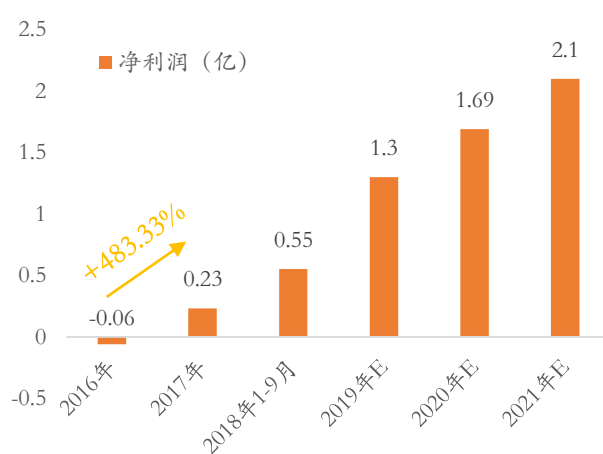
资料来源：黑板洞察、广证恒生
 注：截至 2018.09

2.2 中文未来：全国领先语文培训品牌

公司收购全国领先语文培训品牌中文未来。2018年2月，公司发布公告称拟以4.81亿收购中文未51%股权，同年11月，公司再发公告称拟以7.02亿收购中文未来剩余39%股权，诸葛创意承诺中文未来2019至2021年分别实现净利润不低于1.30亿元、1.69亿元和2.10亿元。

图表28 中文未来营收情况


资料来源：公司公告、广证恒生

图表29 中文未来盈利情况及业绩承诺


资料来源：公司公告、广证恒生

2.2.1 看壁垒：课程体系+培养机制+服务升级构建品牌壁垒

1.中文未来打造“主线+辅线”课程体系，形成壁垒。主线为大语文课程，以提升学生的语文兴趣和语文文化素养为目的，教导古代文学、外国文学；辅线为配套的庖丁阅读、思晨写作课程。这两个课程主要教授应试技巧，助力学员提分，兴趣课+应试课的体系有利于打造优质语文生态。大语文课程的选材强调趣味性，强调教学老师的个性，公司依托技术可以对课程的趣味性和知识性进行量化，有利于教师更好的把握教学模式，提升学员的学习兴趣和课堂的教学效果。

2.搭课机制+激励机制，培养机制能更好的留住明星教师。公司搭课机制意味着老师之间会进行搭课教学，形成分工以增强教师的团队归属感和教学效率。另外公司对优秀教师进行有效的薪酬和股份，提供高于市场平均水平的薪酬，部分骨干教师还会给予部分公司股权。因此搭课机制和激励机制都有有效的保证了

公司对于明星教师的掌控力。

图表30 立思辰大语文团队



窦昕
总裁/创始人

北京师范大学中文系



赵伯奇
执行总裁

北京大学中文系



陈思
副总裁/思晨创始人

北京师范大学中文系
北京大学/哈佛大学



许龙
副总裁/诸葛学堂总经理

北京大学中文系



齐白
副总裁/庖丁阅读创始人

浙江师范大学中文系



朱雅特
副总裁/上海分校校长

北京大学教育学院



殷程其
副总裁/北京分校校长

北京师范大学中文系



伍兵兵
教研中心校长

北京师范大学中文系

资料来源：公司官网、广证恒生

3.服务升级有利于提高留存率。公司以学生和家長对教学的满意度为核心 KPI，大语文搭建 CRM 系统，通过与客户接触的所有环节的数据收集与分析，形成用户画像，从而基于用户画像为后续的教学服务提供指导，提升学员和家長的满意度，提升留存率。

2.2.2 看成长：异地扩张模式多样+理科英语协同效应共促成长

1.异地扩张多样：a) 合作异地资源方。公司合作异地的资源方，借助当地资源实现用较快的速度、较低的成本落地办学。b) 种子校长。由公司培养出的种子校长开拓新城市。c) 通过线上用户实现导流。

2.理科英语协同效应，配合语文进行共同扩张：2018 年公司推出理科和英语服务，可以和语文形成较好的协同效应，配合进行共同扩张。2019 年理科、英语收入分别预计为 4000、3000 万。

3.盈利预测

我们假设：1) 百年英才、360 教育、敏特昭阳对赌到期后维持 20%的业绩增速；2) 康邦科技维持 1.7 亿的利润规模；3) 公司信息安全主业于 2019 年完全剥离。

我们预计 2018-2020 年公司归母净利润为 1.7、3.0、3.6 亿元，EPS 为 0.2、0.35、0.4 元/股，对应 38、22、18 倍 PE，首次覆盖，我们看好大语文培训赛道的成长，考虑中文未来布局较早扩张迅速，有望凭借大语文产品实现弯道超车，结合行业可比公司估值给予公司 19 年 29 倍 PE，对应目标价为 9.89 元/股，给予强烈推荐评级。

图表31 收购标的业绩对赌情况

标的公司	业绩承诺及实际值及预测值 (万)							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
百年英才	业绩对赌		1500	2100	2940	3822		
	实际值		1537	2164				
360 教育	业绩对赌		2000	3000	4200	5360		
	实际值		2038	3063				
康邦科技	业绩对赌		8000	10400	13520	17576		
	实际值		8281	14263	12591			
敏特教育	业绩对赌	3000	3600	4320	4752			
	实际值	3004	4063	5003	5575			
中文未来	业绩对赌					13000	16900	21000
	实际值							

资料来源：公司公告、广证恒生

图表32 可比公司估值梳理

代码	简称	总市值	净利润			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002841	视源股份	364.38	9.79	13.33	17.48	37.22	27.34	20.85
600661	昂立教育	57.83	1.47	1.91	2.49	39.42	30.22	23.21
002621	三垒股份	61.94	0.66	1.40	1.47	94.06	44.19	42.03
300559	佳发教育	45.07	1.41	2.02	2.60	31.94	22.34	17.31
300192	科斯伍德	22.68	1.14	1.00	1.26	19.82	22.57	18.01
平均值						44.49	29.33	24.28

资料来源：WIND、广证恒生整理

4. 风险提示

- 行业政策风险
- 招生人数不及预期
- 商誉减值风险

公司通过投资并购等方式向教育业务转型并迅速做大做强，2014 年至今公司总共并购 16 家公司，公司商誉金额显著增加。如果未来宏观经济形势变化，或被并购的公司市场拓展、内部管理出现问题，将导致经营状况恶化。

图表33 2013-2017 商誉情况

年份	商誉 (亿元)	商誉变化值 (亿元)
2013	2.04	
2014	4.48	2.44
2015	7.76	3.28
2016	36.02	28.26



2017	35.79	-0.23
------	-------	-------

资料来源：公司公告、广证恒生

图表34 2013-2016 商誉拆分

年份	收购标的	投资金额 (亿元)	商誉 (亿元)
2013	合众天恒	0.42	0.49
2013	虹思科技	0.15	0.12
2014	汇金科技	4.00	2.30
2014	乐易考	0.20	0.15
2015	敏特昭阳 95%股权	3.94	3.28
2016	康邦科技	17.60	15.10
2016	江南信安	4.04	3.57
2016	百年英才	2.85	2.57
2016	360 教育	3.44	3.23
2016	跨学网	2.51	2.25
2016	瑞特威	1.70	1.46
2016	华侨服务	0.10	0.09

资料来源：公司公告、广证恒生



盈利预测和估值模型:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3341	2781	3454	3789	营业收入	2161	1843	2029	2379
现金	606	666	1034	1261	营业成本	1278	1112	1170	1343
应收账款	1060	793	873	1023	营业税金及附加	18	15	17	19
其它应收款	168	99	120	129	营业费用	300	221	223	262
预付账款	157	117	137	127	管理费用	301	221	223	262
存货	551	539	545	542	财务费用	49	22	15	17
其他	800	567	746	707	资产减值损失	98	77	88	82
非流动资产	4913	5222	5107	5133	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	32	22	27	25	投资净收益	66	20	50	20
固定资产	283	259	210	159	营业利润	235	195	343	414
无形资产	321	374	439	512	营业外收入	1	10	10	10
其他	4278	4567	4431	4437	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	8254	8002	8561	8922	利润总额	235	204	352	423
流动负债	1941	1454	1490	1418	所得税	33	29	50	60
短期借款	370	0	0	0	净利润	201	175	303	363
应付账款	240	217	229	223	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	1330	1236	1261	1195	归属母公司净利润	203	175	303	363
非流动负债	671	697	926	1008	EBITDA	326	301	447	522
长期借款	286	428	570	713	EPS (摊薄)	0.23	0.20	0.35	0.42
其他	385	269	355	295					
负债合计	2612	2151	2415	2425	主要财务比率				
少数股东权益	159	159	159	159	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	872	872	872	872	成长能力				
资本公积	3781	3781	3781	3781	营业收入增长率	14.7%	-14.7%	10.1%	17.2%
留存收益	864	1040	1333	1685	营业利润增长率	-23.3%	-16.8%	76.0%	20.5%
归属母公司股东权益	5483	5692	5986	6337	归属于母公司净利润增长率	-27.7%	-13.6%	72.7%	19.9%
负债和股东权益	8254	8002	8561	8922	获利能力				
					毛利率	40.9%	39.7%	42.3%	43.5%
					净利率	9.3%	9.5%	14.9%	15.3%
					ROE	3.7%	3.0%	5.0%	5.7%
					ROIC	3.6%	3.1%	4.7%	5.3%
					偿债能力				
					资产负债率	31.6%	26.9%	28.2%	27.2%
					净负债比率	27.52%	23.22%	27.33%	32.44%
					流动比率	1.72	1.91	2.32	2.67
					速动比率	1.44	1.54	1.95	2.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.23	0.25	0.27
					应收账款周转率	2.35	1.99	2.44	2.51
					应付账款周转率	5.88	4.86	5.25	5.94
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.20	0.35	0.42
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.19	0.97	0.05	0.29
					每股净资产 (最新摊薄)	6.29	6.53	6.87	7.27
					估值比率				
					P/E	32.46	37.57	21.76	18.14
					P/B	1.20	1.16	1.10	1.04
					EV/EBITDA	6.62	21.86	14.26	12.02

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-166	842	46	252
净利润	201	175	303	363
折旧摊销	64	75	80	82
财务费用	49	22	15	17
投资损失	-66	-20	-50	-20
营运资金变动	-512	553	-293	-187
其它	98	37	-8	-3
投资活动现金流	-270	-413	105	-81
资本支出	-216	19	63	26
长期投资	297	182	-54	-22
其他	-351	-614	96	-85
筹资活动现金流	388	-368	217	57
短期借款	60	-370	0	0
长期借款	142	142	142	142
普通股增加	0	0	0	0
资本公积金增加	-95	0	0	0
其他	281	-140	75	-85
现金净增加额	-49	60	368	228



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。