

华南职教龙头，多赛道拓展前景可期

投资要点

- **传统主业完成剥离，华丽转身纯正职教标的：**2017年3月，开元股份以12亿元并购恒企教育100%股权，以1.82亿元并购中大英才70%股权，成功转型职业教育。2018年上半年，职业教育业务实现营收5.08亿元，营收占比超过85%；实现营业利润3.76亿元，利润占比超过89%，职教业务成为公司业绩增长的核心驱动力。2019年3月，公司公告剥离传统制造业业务，优化业务结构深耕职业教育领域，治理结构不断优化，已经成为A股最为纯正的职教标的之一。
- **职教培训市场空间广阔，竞争格局分散。**基于就业环境与政策支持，我国职教培训市场规模持续扩张。其中财经类培训市场规模已超千亿；IT、设计及自考类培训需求广阔，预计2019年IT类市场规模达680亿，同比增长31%；设计类市场规模达691亿，同比增长16%；自考培训类市场规模达562亿，同比增长约10%。整体看来，职教培训业务市场集中度较低，单体培训机构增长空间大。
- **恒企教育：“1+4”多赛道拓展，深耕O2O模式、重研发驱动。**恒企教育是国内会计实操培训龙头，持续拓展职教赛道，已经发展成为多赛道布局、深耕O2O模式线上线下结合的多元化职教平台。2018H1，恒企教育实现营收4.8亿元，同比增长108%；归属净利润6331万元，同比增长60%，业绩持续高增。**终端校区方面：**恒企目前拥有校区400家，预计未来每年维持50-80家左右新增网点布局；**赛道拓展方面：**恒企采用引进内容、授予股权等方式，绑定优质内容团队，快速拓展“1+4”即“学历教育（自考）”+“财经类+教师资格+医师资格+公务员”等应试教育多项赛道。恒企还加大研发投入，打造学员人工智能交互系统，增强产品技术驱动的核心竞争力，未来有望实现业绩持续高增。
- **中大英才：与恒企深度融合双向促进，突破“有网无校”痛点。**中大英才是国内优质在线职业教育平台，2018H1，中大英才实现营收3540万元，同比增长39%；归属净利润1016万元，同比增长15%，盈利能力稳步增长。未来，中大英才将发挥流量优势，提升营销能力；并深耕课程产品，聚焦1-3个核心产品；并利用自身用户与流量优势与恒企全国400个线下网点终端的推广能力协同发展，突破传统网校“有网无校”痛点，实现优质师资资源和内容资源整合，学员转化率提升，预计未来盈利能力有望进一步加强。
- **盈利预测与投资建议：**预计2019-2020年EPS分别为0.48元、0.60元，2018-2020年归母净利润保持37%的复合增长率。鉴于公司多赛道布局持续发力、国家大力推动职业教育发展等因素，未来职教发展仍有较大空间，给予公司2019年30倍估值，对应目标价14.4元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**职业教育政策环境变化、恒企教育招生不及预期、市场竞争加剧导致客单价下行等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	980.74	1463.85	1476.87	1694.93
增长率	187.67%	49.26%	0.89%	14.77%
归属母公司净利润(百万元)	160.08	110.12	165.61	206.50
增长率	2617.09%	-31.21%	50.39%	24.69%
每股收益EPS(元)	0.46	0.32	0.48	0.60
净资产收益率ROE	7.82%	5.20%	7.33%	8.48%
PE	22	32	21	17
PB	1.67	1.62	1.52	1.41

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
电话: 010-57758600
邮箱: zhuzh@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)	3.45
流通A股(亿股)	1.88
52周内股价区间(元)	6.6-19.7
总市值(亿元)	35.24
总资产(亿元)	29.45
每股净资产(元)	6.43

相关研究

1. 开元股份(300338): 职教业务投入增加, 未来增长可期 (2018-10-28)
2. 开元股份(300338): 跨赛道多品牌格局形成, 继续看好公司发展 (2018-04-21)

目 录

1 公司概况：传统主业完成剥离，华丽转身纯正职教标的	1
1.1 发展历程：剥离传统制造业务，全力转型职业教育	1
1.2 股权结构：罗氏家族持股 25%，恒企实控人为第三大股东	2
1.3 外延并购：持续收购优质教育标的，拓宽职业教育赛道	2
1.4 经营业绩：仪器仪表利润下滑，职业教育为业绩主要增长点	3
2 行业分析：职业培训市场空间广阔，竞争格局较为分散	4
2.1 财经会计类培训：资格考试/技能培训市场空间超千亿，竞争格局分散	4
2.2 IT 培训类培训：市场空间高速增长，“一超多强”格局形成	7
2.3 设计类培训：市场空间超 600 亿元，客单价水平较高	10
2.4 自考类培训：市场规模不断增长，线上与线下融合成趋势	11
2.5 行业政策分析：政策支持力度空前，鼓励社会力量兴办职教	13
3 公司分析：优质职教综合性平台，业务布局全面	15
3.1 恒企教育：会计实操培训龙头，深耕 O2O 模式逐步成为全国性综合职教平台	15
3.2 中大英才：优质在线职业教育平台，课程聚焦与恒企深入融合	21
4 盈利预测与估值	25
4.1 盈利预测	25
4.2 相对估值	26
5 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 恒企教育发展历程.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 开元股份 2013-2018 营业收入及增速.....	3
图 5: 开元股份 2013-2018 归母净利率及增速.....	3
图 6: 开元股份 2018H1 主营业务收入占比.....	4
图 7: 开元股份 2018H1 营业利润占比.....	4
图 8: 2015-2021E 会计资格证考试报名人数 (万人).....	5
图 9: 2015-2021E 会计资格类培训市场规模测算 (亿元).....	5
图 10: 2015-2021E 会计资格证类考试培训市场规模测算.....	6
图 11: 软件业整体业务收入和利润情况.....	7
图 12: 软件业从业人数情况.....	7
图 13: 软件业职工平均工资情况.....	7
图 14: 历年 IT 市场规模测算.....	8
图 15: IT 培训行业主要竞争者营业收入情况 (百万元).....	9
图 16: IT 培训行业主要竞争者净利润情况 (百万元).....	9
图 17: 设计类培训市场规模预测.....	10
图 18: 2012-2022e 中国自考培训市场规模.....	12
图 19: 2012-2022e 中国在线自考培训市场规模.....	12
图 20: 尚德机构 2017Q1-2018Q4 营收变化 (百万元).....	12
图 21: 尚德机构 2015-2018 学生人数变化.....	12
图 22: 尚德机构与恒企教育净利润比较.....	13
图 23: 尚德机构与恒企教育净利率比较.....	13
图 24: 恒企教育旗下品牌.....	16
图 25: 恒企教育官网.....	16
图 26: 恒企教育会计培训服务业务流程.....	17
图 27: 恒企教育 IT 培训流程.....	18
图 28: 恒企教育营收及归属净利率变化.....	19
图 29: 2016-2018H1 天琥教育营收及归属净利率变化.....	19
图 30: 恒企教育校区覆盖 24 个省 156 座城市.....	19
图 31: 恒企教育终端校区布局总数预测 (单位: 家).....	19
图 32: 恒企教育核心战略.....	20
图 33: 恒企教育深度绑定创业团队, 积极拓展新赛道.....	20
图 34: 恒企教育打造产品技术驱动型企业目标.....	21
图 35: 中大英才业务体系.....	21
图 36: 中大英才在线课程培训业务流程图.....	22
图 37: 中大英才图书业务流程图.....	22
图 38: 中大英才学习卡销售业务流程图.....	23
图 39: 中大英才媒体广告业务流程图.....	23
图 40: 中大英才营收及净利润情况.....	24
图 41: 中大英才未来核心战略.....	24

表 目 录

表 1: 恒企教育、中大英才业绩承诺	2
表 2: 广州牵引力、天琥教育业绩承诺	3
表 3: 会计资格考试市场基本信息汇总	4
表 4: 2018 年会计资格考试市场空间测算	5
表 5: 会计职业技能培训领域市场规模测算	6
表 6: 会计培训板块龙头公司	6
表 7: 2017 年 IT 培训市场规模测算	8
表 8: 业内各公司 IT 培训课程汇总	8
表 9: 业内各公司市占率水平	9
表 10: 2018 年设计类培训市场空间情况	10
表 11: 设计类培训行业课程汇总	11
表 12: 自考分类及报考条件	11
表 13: 历年职业教育政策	14
表 14: 恒企教育发展历程	15
表 15: 恒企教育授课时间表	16
表 16: 恒企教育会计培训课程体系	17
表 17: 中大英才在线课程培训主要课程体系	22
表 18: 开元股份盈利预测	25
表 19: 可比公司估值 (截止 2019 年 4 月 4 日收盘价)	26
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：传统主业完成剥离，华丽转身纯正职教标的

1.1 发展历程：剥离传统制造业务，全力转型职业教育

长沙开元仪器股份有限公司（后称“开元股份”）成立于 1992 年，2010 年完成股份制改造，2012 年在深圳创业板上市，是中国煤质分析仪器行业第一家上市企业。公司主营产品包括燃料智能管控系统、智能装备等，是国内燃料智能化解决方案主要服务商。近年来由于宏观经济的影响，煤炭行业不景气导致公司传统设备市场需求量下滑，产品订单收入与利润下滑。2017 年，公司积极推进战略转型，分别以 12 亿元交易对价收购恒企教育 100% 股权，以 1.82 亿元交易对价收购中大英才 70% 股权，成为职业教育第一股。

2018 年 6 月，公司开始整合现有制造业业务，加大对职业教育业务的投入。2019 年 3 月，开元股份公告称拟以 2.71 亿元出售旗下的制造业全资子公司“长沙开元仪器有限公司”，目前公司传统主业剥离已经完成，成为 A 股最纯正的职业教育标的之一。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

恒企教育于 2002 年在广西起步，2011 年迁至广州，后因试点在上海，故成立上海恒企教育培训有限公司。公司聚焦于会计职业教育培训，产品涵盖会计职称、会计实操、CPA、CMA、CMA 和财务经理人等，为准会计和会计从业人员提供一站式会计职业发展服务。为优化产品结构，跨赛道多品牌发展，恒企分别并购多迪科技（持股 90%）布局 IT 培训、天琥教育（持股 56%）布局设计培训，实现财会、IT、设计三大赛道的完整布局。近来恒企教育校区稳步扩张，目前在全国近 150 个城市共建立连锁校区近 400 个。

图 2：恒企教育发展历程

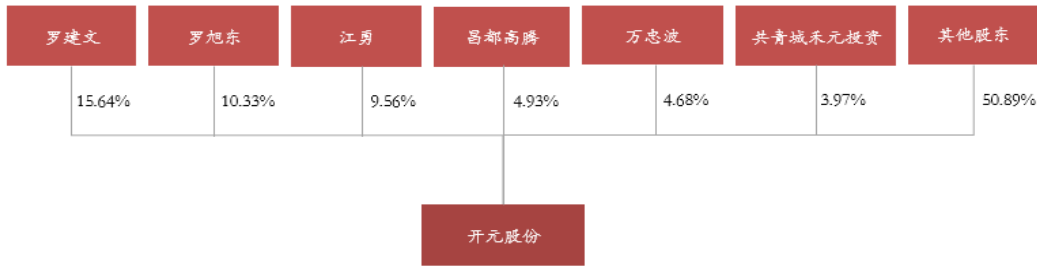


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构：罗氏家族持股 25%，恒企实控人为第三大股东

截止 2018 年第三季度，公司控股股东罗建文，董事长罗旭东分别持有上市公司 15.6%，10.3% 的股权，罗旭东先生为罗建文之子。开元股份总经理，恒企教育董事长江勇先生持有上市公司 9.56% 股权，为上市公司第三大股东。青城禾元和昌都市高腾(粤民投控股)为公司战略投资者，目前分别持有上市公司 3.97%、4.93% 股权。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 外延并购：持续收购优质教育标的，拓宽职业教育赛道

开元仪器并购恒企和中大，转型职业教育领域。2017 年 8 月，开元股份以 12 亿元对价收购知名会计&IT 职业培训机构恒企教育 100% 股权，并以 1.82 亿元收购在线教育平台中大英才 70% 股权，切入职业教育领域。恒企教育承诺 16-18 年业绩分别为 0.8/1.04/1.35 亿元；中大英才承诺 16-18 年业绩为 0.15/0.2/0.3 亿元。2018 年 6 月 13 日，开元股份公告称，2018 年股权激励计划限制性股票授予完成，要求恒企教育 2018-2020 年净利润不低于 1.29/1.48/1.84 亿元，业绩承诺提升幅度较大，显示管理层对公司经营强烈信心。

表 1：恒企教育、中大英才业绩承诺

收购标的	持股比例	并表时间	业绩承诺 (万元)				
			2016	2017	2018	2019	2020
恒企教育(业绩承诺)	100%	2017.3	8000	10400	13520	-	-
恒企教育(股权激励)	100%	2017.3	-	-	12900	14800	18400
恒企教育实现业绩	100%	2017.3	8327	10786	6331 (2018H1)	-	-
中大英才	70%	2017.3	1500	2000	3000	-	-
中大英才实现业绩	70%	2017.3	1602	2328	3540 (2018H1)	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

恒企并购广州多迪、天琥教育，布局 IT 培训/设计培训：恒企教育以自有资金现金 6240 万元收购广州多迪网络科技有限公司(后改名“广州牵引力”，下称“牵引力”) 32% 股权。本次交易后，恒企教育持有广州牵引力股权比例提升至 90%。2017 年 10 月，恒企教育以 1.18 亿元收购天琥教育 56% 股权，布局设计培训领域。由于广州牵引力旗下 IT 职业教育业务受市场因素与业务模式调整双重影响，盈利能力有所下滑，恒企目前正整合调整 IT 职教业务，预计未来盈利能力有望增强。天琥教育承诺 2017-2019 年度分别实现的扣非净利润 1200

万、1800 万、2800 万元，或三个年度累积扣非净利润不低于 5800 万元的情况下，恒企教育承诺在 2020 年 5 月底前启动收购剩余的 44% 股权。

表 2：广州牵引力、天琥教育业绩承诺

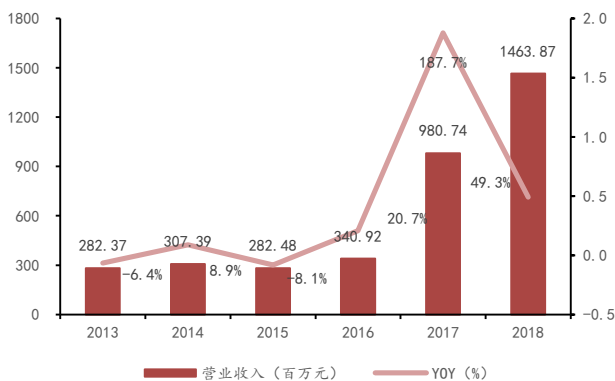
收购标的	持股比例	并表时间	业绩承诺 (万元)				
			2016	2017	2018	2019	2020
广州牵引力实现业绩	90%	2017.7	1804	-1,257	-2573(H1)	-	-
天琥教育	56%	2017.12	-	1200	1800	2800	-
天琥教育实现业绩	56%	2017.12	-	1269	649 (2018H1)	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 经营业绩：仪器仪表利润下滑，职业教育为业绩主要增长点

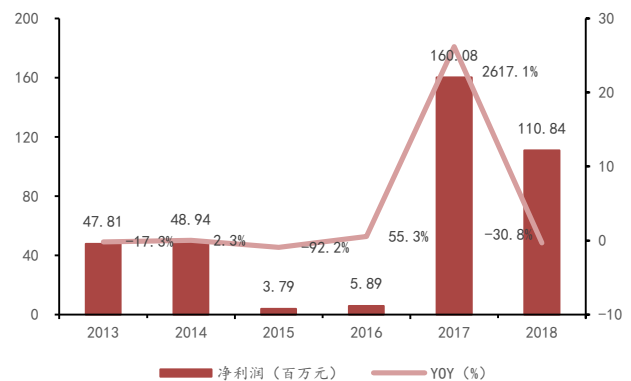
传统仪器仪表业务盈利能力下滑：2017 年以前，开元股份主营仪器仪表业务，2013-2016 年营业收入 CAGR 分别为 6.5%，收入端较为稳定；但从利润端来看，开元股份净利润由 2013 年的 4781 万元下滑至 2016 年的 589 万元，下滑幅度较大。由于下游客户需求下降，部分燃料智能化管控系统完工验收速度放缓，导致 2018 年度仪器仪表业务的营业收入、净利润同比持续下降。2018 年，公司实现营业收入 14.6 亿元，同比增长 49.26%；实现净利润 1.11 亿元，同比下滑 30.76%，主要原因在于传统主业亏损，对上市公司盈利情况造成一定拖累。

图 4：开元股份 2013-2018 营业收入及增速



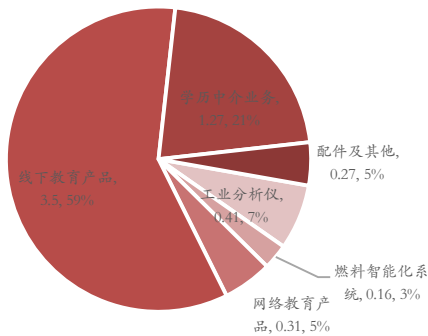
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：开元股份 2013-2018 归母净利润率及增速

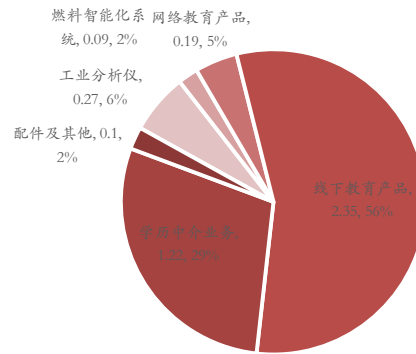


数据来源：公司公告，西南证券整理

职业教育快速发展，成为公司主要业绩增长点。自 2017 年公司转型职业教育板块以来，上市公司盈利能力大幅提升。2018H1，上市公司实现营收 5.98 亿元，同比增长 91.12%，实现净利润 1.11 亿元，同比下降 30.76%。其中职业教育业务（包括线下教育产品、学历中介及网络教育产品等）营业收入实现 5.08 亿元，营收占比超过 86%；实现营业利润 3.76 亿，教育业务占比超 89%；从 2018 年全年情况来看，职业教育板块占上市公司利润比例有望进一步提升，成为公司业绩主要增长点。

图 6：开元股份 2018H1 主营业务收入占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：开元股份 2018H1 营业利润占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：职业培训市场空间广阔，竞争格局较为分散

2.1 财经会计类培训：资格考试/技能培训市场空间超千亿，竞争格局分散

2.1.1 会计资格证类考培市场空间超两百亿，技能类考培市场空间超千亿

会计行业培训需求方面主要分为资格考试培训和职业技能培训两类。从会计资格考试板块来看：国内资格考试分为会计从业考试、会计专业技术资格考试、注册会计师考试、税务师考试等，国外资格考试分为特许公认会计师考试、美国注册会计师考试、国际注册内部审计师等，各项资格考试通过率在 12%-80% 不等。

表 3：会计资格考试市场基本信息汇总

考试名称	报名人数 (万人)	考试通过率	考试频次 (次/年)	科目/阶段数 (个)
会计从业考试	300	20-30%	4	3
注册会计师考试	120	单科 14%	1	6
专业资格考试 (职称考试)	544	初级 18%，中级 12%， 高级 35%	1	初级 2 门，中级 3 门， 高级 1 门
税务师考试	33	单科 25%	1	5
特许公认会计师考试 (ACCA)	27	单科 47%	4	16
美国注册会计师 (USCPA)	2	单科 50%	3	4
国际注册内部审计师 (CIA)	2	单科 30-50%	1	4
英国国际会计师 (AIA)	-	前 12 门 80%， 后 14 门 70%	前 12 门 4 次/年， 后 4 门 2 次/年	16
英国特许管理会计师 (CIMA)	-	-	2	3
加拿大注册会计师 (CGA)	2	80%	4	-

数据来源：中国会计年鉴，百度教育，中注协官网，ACCA 官网，USCPA 官网，西南证券整理

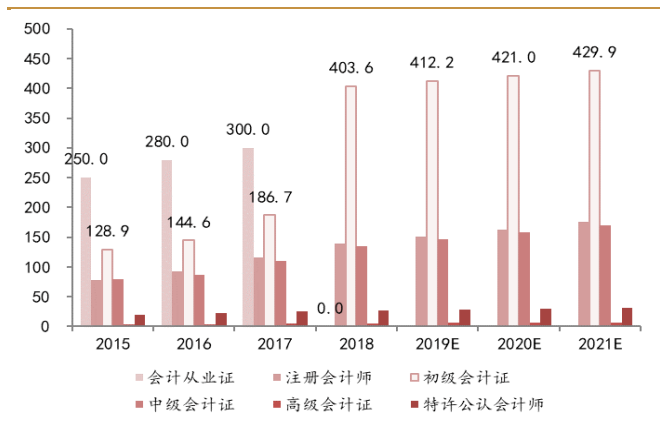
预计会计资格证考试规模有望超 200 亿元：根据中国会计年鉴数据，注册会计师考试、初中高级资格考试，特许公认会计师考试报名人数分别为 139 万人、544 万人、27 万人，以参培率 45%-50%，培训客单价 5000-6000 元保守测算，2017-2018 年会计资格证考试培训市场规模分别为 107.6 亿元、165.4 亿元（其中 2018 年会计从业考试取消，故参加初级会计资格考试的人数大幅增长）。根据财政部等发布的 2015-2018 年各会计资格证考试相关数据，测算出初级会计师、中级会计师、高级会计师、注册会计师、特许公认会计师的市场空间 CAGR 分别为 2.1%、19.6%、10.9%、21.5%和 10.5%，并假设平均参培率保持不变，人均培训费按 5%左右复合增速增长，预测 2019-2021 年会计资格证培训市场规模合计分别为 182 亿元、200 亿元、220 亿元。

表 4：2018 年会计资格考试市场空间测算

考试名称	报名人数 (万人)	平均参培率	人均培训费 (元)	市场规模 (亿元)
注册会计师考试	139.3	50%	5000	34.83
专业资格考试 (初级)	403.6	45%	5000	122.50
专业资格考试 (中级)	135.4	45%	5000	
专业资格考试 (高级)	5.4	45%	5000	8.10
特许公认会计师考试	27	50%	6000	
合计	710.7	-	-	165.43

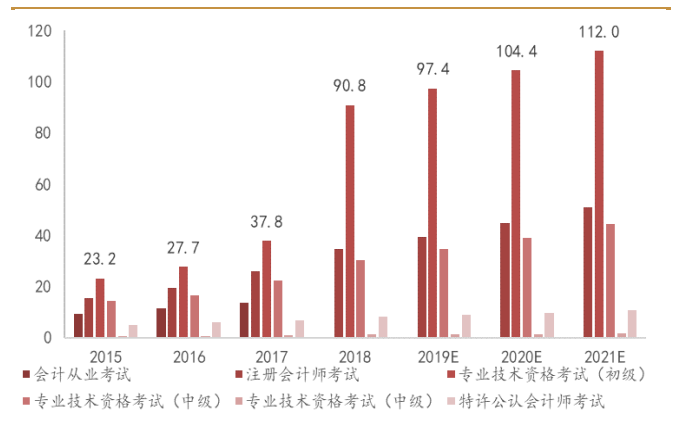
数据来源：中国会计年鉴，百度教育，中注协官网，西南证券整理

图 8：2015-2021E 会计资格证考试报名人数 (万人)

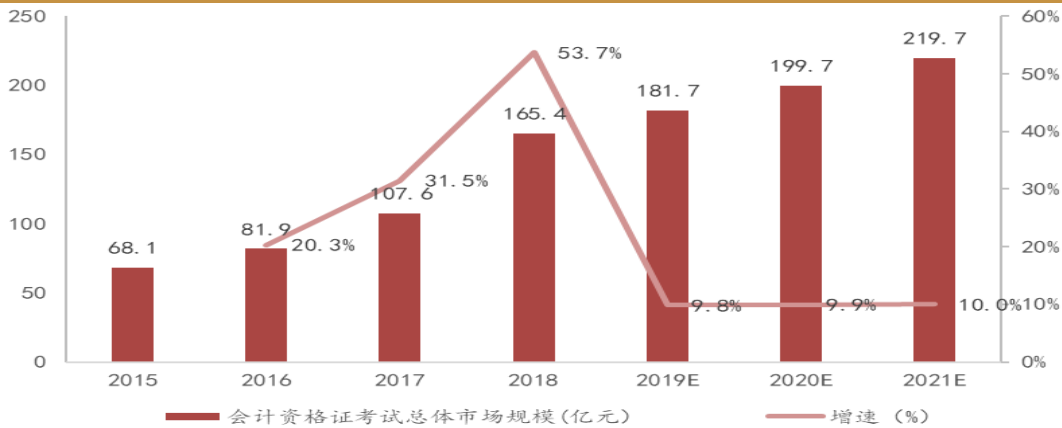


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2015-2021E 会计资格类培训市场规模测算 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10: 2015-2021E 会计资格证类考试培训市场规模测算


数据来源：财政部，中国会计年鉴，百度教育，中注协官网，ACCA 官网，西南证券整理

从会计职业技能培训板块来看，职业技能培训市场超千亿：根据国家统计局数据，2017 年和 2018 年中小企业数量分别为 2700 和 3067 万户，个体工商户数量分别为 6500 和 7137.2 万户。中小企业按照每家 3 人、参培率 20%、2017 年 2500 元/人客单价和 2018 年 2550 元/人的标准；个体工商户按照每家 1 人、参培率 20%、2017 年 2000 元/人客单价和 2018 年 2040 元/人的标准，测算出 2017 年和 2018 年职业培训市场规模分别为 1185 亿元和 1410 亿元。

表 5: 会计职业技能培训领域市场规模测算

企业类型	企业数量 (万户)		平均参培率		人均培训费 (元)		市场规模 (亿元)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
中小企业	2700	3067	20%	21%	2500	2550	405	493
个体工商户	6500	7137	20%	21%	2000	2040	780	917
总计	-	-	-	-	-	-	1185	1410

数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.1.2 竞争格局较为分散，恒企全面布局优势凸显

从会计资格证及技能培训市场来看，领头企业为恒企教育（开元股份 300338.SZ）、仁和会计、中华会计网校（正保远程教育 DL.N）等。其中仁和会计拥有接近 400 个校区，在教育领域涉及基础会计到中高级会计等全套业务；中华会计网校主要以在线教育为基础，涉及会计、税务、证券和公务员等多项业务；恒企教育拥有 400 个线下校区，以会计和 IT 培训教育为主营业务，线上与线下业务结合，已经拥有涵盖财经类职业教育、IT 类职业教育、设计类职业教育、自考课程培训等多项业务体系，是目前业务板块覆盖最全面的综合性职业教育培训平台，业务及网点布局优势凸显。

表 6: 会计培训板块龙头公司

机构名称	校区数量 (个)	教育相关业务类型
仁和会计	约 400	基础会计—中高级会计
中华会计网校	0	会计类、税务类、证券类、公务员类、司法类
恒企教育	400+	会计、IT、设计、自考等

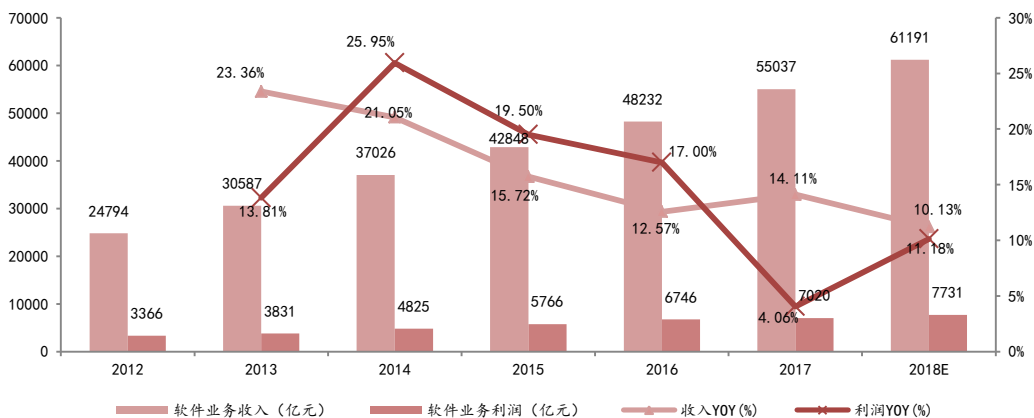
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 IT 培训类培训：市场空间高速增长，“一超多强”格局形成

2.2.1 IT 行业收入体量逐年递增，人员需求较大

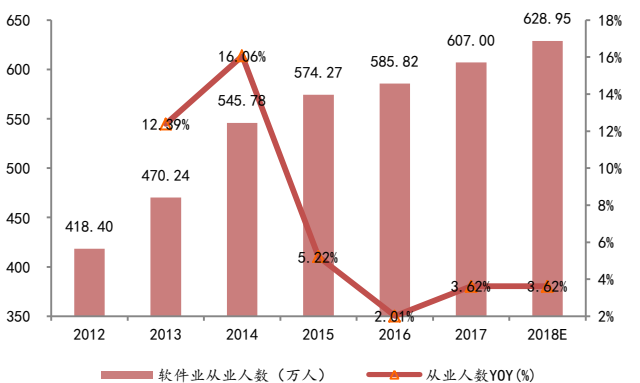
IT 行业收入利润稳健增长，从业人员需求较大：近年来，我国软件和信息技术服务业发展态势良好，根据工信部统计数据，2012-2018 年中国 IT 行业收入和利润高速增长。整体收入由 2012 年 24794 亿元增长至 2018 年 61191 亿元，CAGR 达到 16.3%；整体利润由 2012 年 3366 亿元增长至 2018 年 7731 亿元，CAGR 达 14.9%。IT 行业整体扩张带来从业人数和平均工资上升，从业人数由 2012 年 418.40 万人增长至 2018 年 628.95 万人，CAGR 达到 7%，职工平均工资由 2012 年 80510 元增长至 2018 年 143952 元，CAGR 达 10%。行业收入体量增速高于从业人员人数涨幅，使得 IT 行业人员需求缺口增大。

图 11：软件业整体业务收入和利润情况



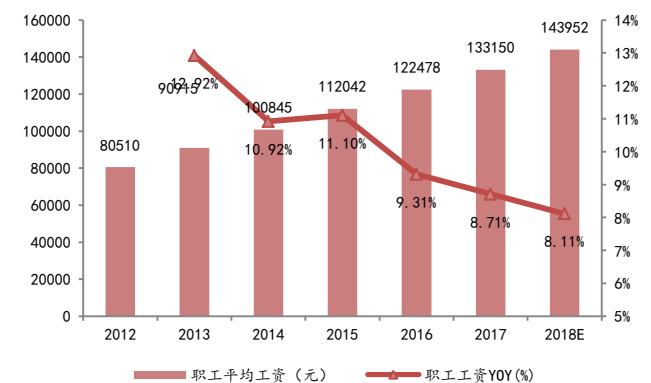
数据来源：工信部，西南证券整理

图 12：软件业从业人数情况



数据来源：工信部，西南证券整理

图 13：软件业职工平均工资情况



数据来源：工信部，西南证券整理

2.2.2 市场规模约 400 亿，预计未来增速较快

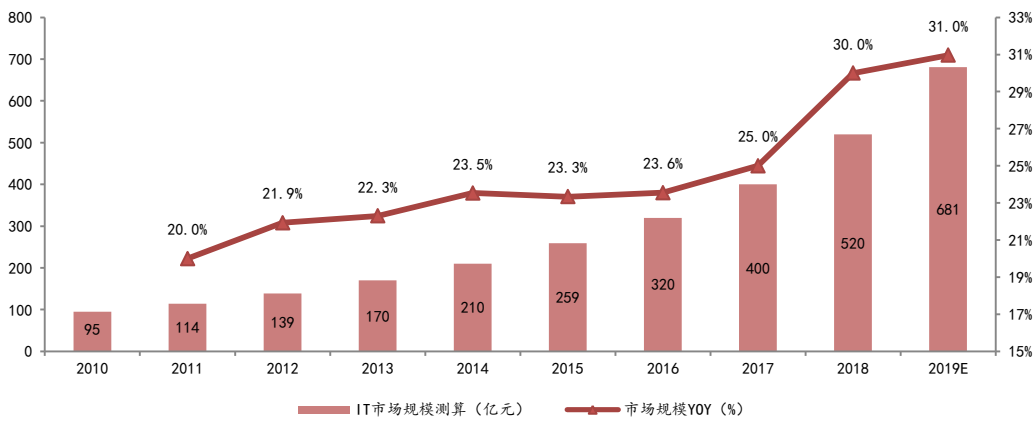
IT 培训可大致分为在职类、在校类和素质类培训，其中在职类指已毕业或在岗工作人员接受校外培训，在校类指在读大学生接受校内培训，素质类指 18 岁以下青少年培训。根据产业信息网相关数据，2017 年在职类、在校类、素质类 IT 培训覆盖人群分别为 2354、5000、

16000 万人，参培率分别为 6.37%、10%、8%，我们假设三类培训客单价分别为 2 万元、1.5 万元、0.7 万元，测算出市场空间分别为 300 亿元、45 亿元、54 亿元，合计市场规模约 399 亿元。从历年市场规模增长情况来看，IT 培训市场规模增速维持在 20% 以上，预计 2019 年将达到约 680 亿的市场规模，市场规模增速达到 31%。

表 7：2017 年 IT 培训市场规模测算

培训类型	总人数 (万)	参培率 (%)	参培人数 (万)	人均学费 (万元)	渗透率 (%)	市场空间 (亿元)
在职类 IT 培训	2354	6.37%	150	2	100%	300
在校类 IT 培训	5000	10.00%	500	1.5	6%	45
素质类 IT 培训	16000	8.00%	1280	0.7	6%	54
合计	-	-	-	-	-	399

数据来源：产业信息网，西南证券整理

图 14：历年 IT 市场规模测算


数据来源：产业信息网，西南证券整理

2.2.3 “一超多强”竞争格局形成，市场集中度仍然较低

IT 培训行业各企业开设课程种类不尽相同，主流编程类课程包括 Java、C、C++、PHP、Android、IOS 等。IT 类培训主要市场参与者包括达内科技、翡翠教育、火星时代等；其中，达内科技重视主流编程课程，业务覆盖面广；传智播客业务种类数量领先，重视 python、人工智能和 UI 设计；翡翠教育和火星时代在互联网运营、UI 设计等主流业务的基础上，增加了游戏开发等特色业务；恒企教育旗下牵引力主流业务较为完整，目前正在进行业务调整，预计未来盈利能力将进一步增强。

表 8：业内各公司 IT 培训课程汇总

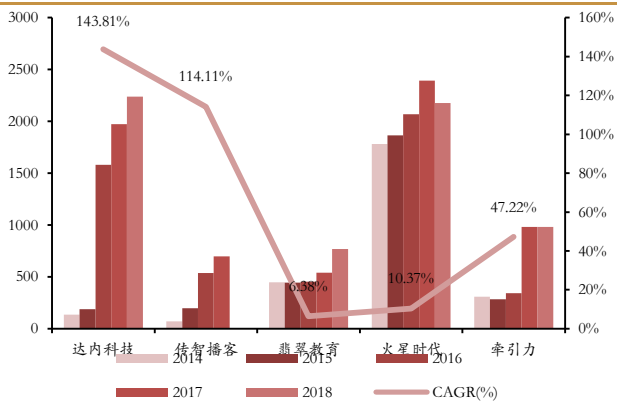
公司名称	课程种类
达内科技	Java、大数据、UI、Web 全栈、Python、Android、CAD、影视后期、UF、Linux、软件测试、C++、产品经理、网络运维、网络营销、高级电商、主办会计
传智播客	JavaEE、Python+人工智能、前端与移动开发、UI/UE 设计、大数据、软件测试、PHP+H5 全栈工程师、C/C++、新媒体+短视频运营、产品经理、Linux 云计算+运维开发、Go 语言与区块链、影视制作、智能机器人软件开发
翡翠教育	互联网运营、高级游戏开发、游戏模型设计、游戏特效设计、产品 UI 设计、H5 前端开发、Java 大数据开发、网络安全开发

公司名称	课程种类
火星时代	影视后期、剪辑包装、游戏设计、游戏程序、UI设计、室内设计、WEB前端设计师、人工智能+Python开发
牵引力	产品经理、UI设计、WEB前端、PHP开发、Java开发、人工智能+Python、网络营销

数据来源：公司公告与官网，西南证券整理

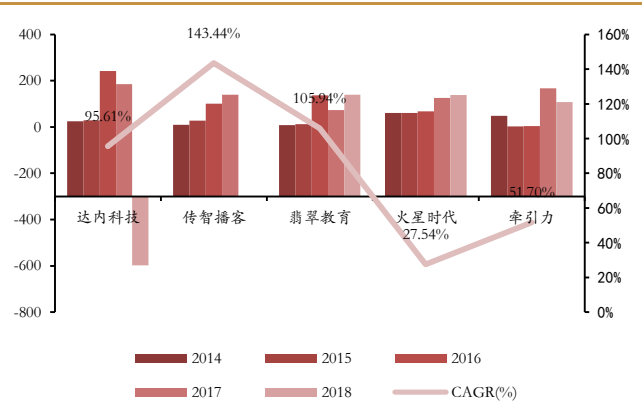
IT 行业培训竞争企业较多：达内科技作为行内领头公司，2017 年实现营业收入 19.74 亿元，2014-2017 年 CAGR 为 143.81%，实现净利润 1.85 亿元，2014-2017 年 CAGR 为 95.61%，收入/净利润体量复合增速均位于行业前列。此外，火星时代业务覆盖较广，2017 年收入/净利润分别为 23.9 亿元、1.3 亿元；恒企旗下牵引力 2017 年 3-12 月实现营业收入 6769.8 万元，净利润-1256.6 万元，IT 培训行业竞争参与者较多，呈现一超多强的竞争格局。

图 15：IT 培训行业主要竞争者营业收入情况（百万元）



数据来源：choice，其中翡翠教育、火星时代、牵引力 2018 年数据为前三季度数据，西南证券整理。

图 16：IT 培训行业主要竞争者净利润情况（百万元）



数据来源：choice，其中翡翠教育、火星时代、牵引力 2018 年数据为前三季度数据，西南证券整理。

前五大培训机构市占率约 16.5%，市场集中度仍较低：IT 培训为高度市场化的市场，目前行业已呈现“一超多强”的竞争局面，达内科技作为传统 IT 培训龙头，2017 年市占率达到 4.9%；火星时代近年来发展迅猛，2017 年市占率达到 6%左右；恒企教育旗下牵引力 2017 年市占率仅为 2.5%，提升空间较大。整体来看，IT 培训市场集中度仍较低，前五大培训机构市占率仅为 16.5%，单体机构成长空间仍然较大。

表 9：业内各公司市占率水平

营收（百万元）/市占率（%）	2014	2015	2016	2017
达内科技	136	189	1580	1974
市占率（%）	0.6%	0.7%	4.9%	4.9%
传智播客	71	197	537	698
市占率（%）	0.3%	0.8%	1.7%	1.7%
翡翠教育	449	445	452	540
市占率（%）	2.1%	1.7%	1.4%	1.4%
火星时代	1781	1864	2069	2394
市占率（%）	8.5%	7.2%	6.5%	6.0%
牵引力	307	282	341	981
市占率（%）	1.5%	1.1%	1.1%	2.5%

营收(百万元)/市占率(%)	2014	2015	2016	2017
IT 市场规模	21000	25900	32000	40000
前五大机构合计营收	2744	2977	4979	6587
前五大机构合计市占率	13.1%	11.5%	15.6%	16.5%

数据来源：公司公告与官网，西南证券整理

2.3 设计类培训：市场空间超 600 亿元，客单价水平较高

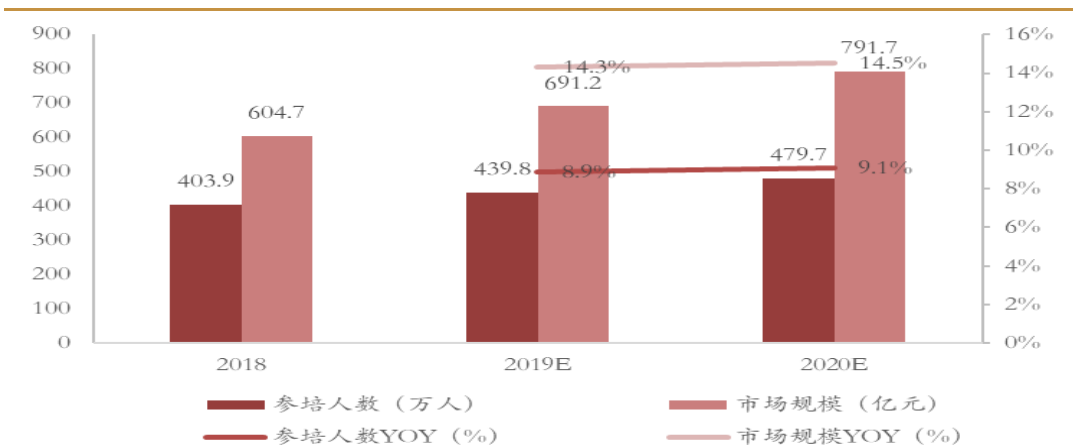
设计类培训市场空间超 600 亿元，客单价水平较高：设计类培训主要包括 UI 设计、室内设计、平面设计、PS 设计、CAD 设计等。我们以目标客户群里总人数为 2016-2018 届本专科和中职毕业生为基准，参培率约 10% 测算，设计类培训 2018 年参培人数为 404 万人；客单价参照各类培训机构和各类设计培训费计算均值约 15000 元，测算出 2018 年设计类培训市场空间为 604.7 亿元。假设 2019 年和 2020 年参培率分别为 11% 和 12%，客单价增长率为 5%，预测 2019 和 2020 年设计类培训市场空间分别为 691 亿元和 792 亿元。

表 10：2018 年设计类培训市场空间情况

总人数(万人)	参培率(%)	参培人数(万人)	客单价(元)	市场空间(亿元)
4039.5	10%	404	14968.6	604.7

数据来源：教育部，培训费查询网，产业信息网，西南证券整理

图 17：设计类培训市场规模预测



数据来源：教育局，培训费查询网，产业信息网，西南证券整理

竞争格局分散，天琥教育业务布局全面：达内教育覆盖网点较多，达内教育重视 PS 设计，在平面设计上拓展不深；上海交大教育集团和火星时代注重室内设计，其他业务正处于开辟阶段；岳城科技各设计业务平衡发展，主流设计业务较为稳健；天琥教育设计业务种类较多，业务细分较清晰。在网点数和学生人数上，达内教育和岳城科技较多；恒企教育旗下天琥教育业务布局较为全面，覆盖学生人数较多，未来发展前景广阔。

表 11: 设计类培训行业课程汇总

公司名称	课程种类	网点数 (个)	学生数 (万人)
达内教育	PS 设计、平面设计、CAD、C4D、UI/UE 设计	200	10
上海交大教育集团	室内设计、CAD 设计、3DVR 设计		
岳城科技	平面设计、UI/UE 设计、交互设计、架构师、交互设计	182	8
火星时代	影视后期、UI 设计、室内设计	15 (直营城市)	
天琥教育	UI 设计、室内设计、平面视觉设计、电商网页设计、影视特效设计、互联网视觉设计、Photoshop 全能特训、CAD 设计制图考证		10

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.4 自考类培训: 市场规模不断增长, 线上与线下融合成趋势

2.4.1 自考培训市场规模超 500 亿元, 在线考培市场高速增长

自考培训 75% 由民办考培机构承担: 自学考试既是一种以学历考试为主的高等教育考试制度, 又是一种以个人自学、社会助学和国家考试相结合的高等教育形式, 是一个独立的教育考试体系。考生主要有两种学习方式, 一是在高等院校举办的助学点学习或进入本校进行全日制学习(应用型考生), 二是在社会举办的助学单位学习或自学(社会型考生)。高等教育自学考试中国社会型考生占 75%, 应用型考生占 25%。由于社会型考生占比较大, 给民办自考培训机构以较大的发展空间。

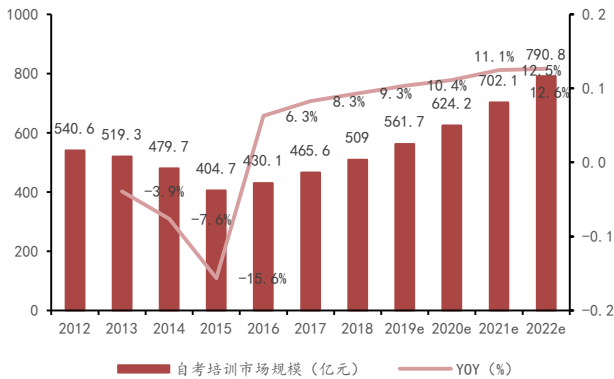
表 12: 自考分类及报考条件

自考分类及报考条件			
自考专科 (高中或中专以下)	基础科段——获大专学历文凭		与一般的普通高等专科学校或高等职业技术学院同类专业水平相一致的自学考试专业类型。
自考本科 (大专或以上)	本科段	获学士学位证书	与一般普通高等学校本科同类专业水平相一致的自学考试专业类型
	独立本科段		

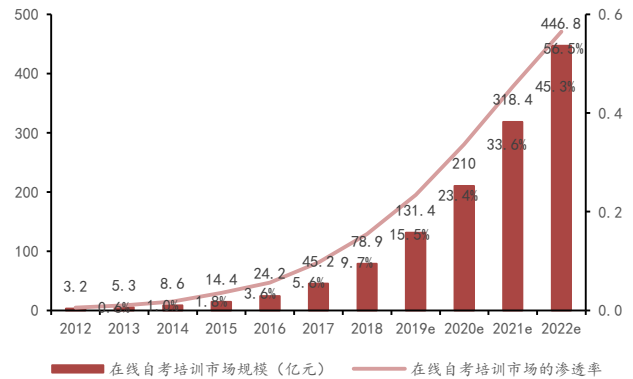
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2018 自考培训市场规模超 500 亿元: 我国自学考试于 1981 年开始试点, 发展至今已有 37 年。截止 2018 年底, 全国高等教育自学考试开考专业达 569 种, 报名新生累计达 4400 万人。2018 年, 自考与成考专科段合并, 考试难度加大, 使得报名人数增长。2018 年全国自考报名考生人数达到了 975 万, 同比增长 3.7%。据艾瑞咨询测算, 2017 年我国自考市场规模为 465.6 亿元, 预计在 2022 年规模有望达到 791 亿元, 2018-2022 年复合增长率为 11.6%。

在线自考培训规模增速超 50%, 线上与线下融合成趋势。 在线自考培训市场在 PC 端和移动端均具有较高的渗透率, 在线培训一方面可以延伸至三四线城市及低学历用户群体, 市场空间巨大; 另一方面可以打破时空限制, 提高培训效果, 学生边际贡献较大。据艾瑞咨询测算, 2017 年在线自考培训规模达 45.2 亿, 占总体自考培训市场比例为 9.7%, 预计 2022 年市场规模有望达到 447 亿, 占总体市场比例 56.6%, 2018-2022 年复合增长率达 54.3%。在线培训渗透率不断提高, 自考培训线上化已成趋势。

图 18: 2012-2022e 中国自考培训市场规模


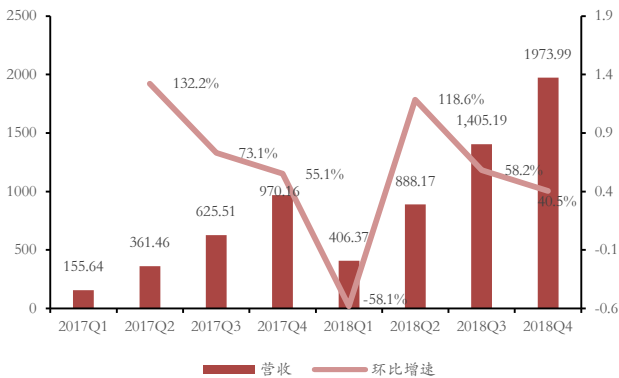
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

图 19: 2012-2022e 中国在线自考培训市场规模


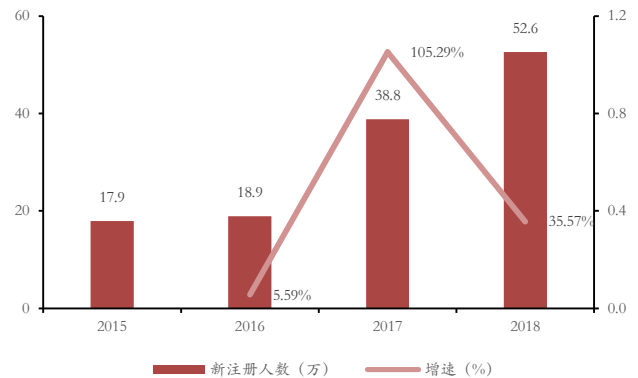
数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

2.4.2 竞争格局: 市场份额分散, 头部企业收入端快速增长

自考培训行业市场份额分散, 头部企业收入端快速增长: 目前尚德机构 (STG) 的市场份额 (约 5%) 居市场首位, 大于行业排名第二到第十名的总和, 行业集中度较低。在尚德的主营业务中, 学历教育占比较大, 其他业务包括人力、会计、研究生、教师资格等职业培训。尚德机构 2018 年实现营收 19.74 亿元, 同比增速 104%; 新生入学人数为 52.6 万人, 同比增长 35.6%, 收入端整体实现快速增长。

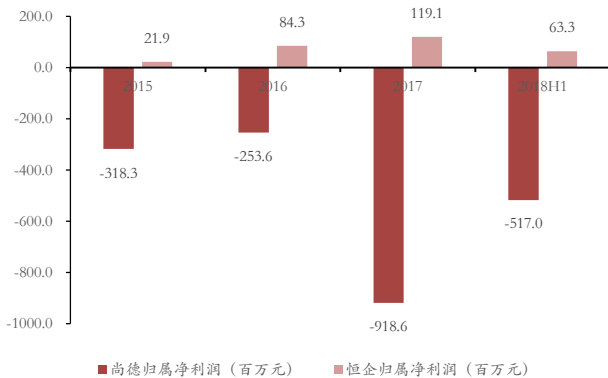
图 20: 尚德机构 2017Q1-2018Q4 营收变化 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

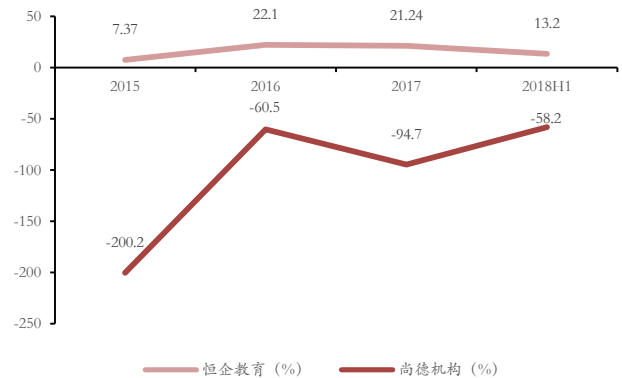
图 21: 尚德机构 2015-2018 学生人数变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

与头部企业相比, 恒企盈利能力较强: 从销售净利率来看, 2015-2017 恒企教育净利率逐步提升至 20% 以上, 而尚德机构仍处于亏损状态, 2017Q4 年销售净利率为 -94.7%。恒企教育盈利能力稳步增长的主要原因在于: (1) 快速布局终端校区, 规模优势明显; (2) 产品不断升级迭代, 多项业务同步推进, 整体客单价水平也随之提升。相比之下, 恒企教育多元化业务布局表现良好, 盈利能力不断提升。

图 22: 尚德机构与恒企教育净利润比较


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 尚德机构与恒企教育净利率比较


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.5 行业政策分析: 政策支持力度空前, 鼓励社会力量兴办职教

职业教育作为教育体系的重要组成部分, 长期以来均获得政策大力支持。自 1996 年《职业教育法》颁布以来, 国家陆续颁布多项法律法规, 推动职业教育发展, 纵观职业教育法颁布 20 余年间政策法律法规, 国家对于职业教育推动方向主要包含三个主要方向:

- (1) **鼓励多元主体举办职业教育:** 鼓励事业组织、社会团体、其他社会组织及公民个人举办职业学校、职业培训机构, 鼓励支持民办职业教育发展, 坚持准入条件透明化、审批范围最小化; **并积极鼓励多元主体组建职业教育集团;**
- (2) **推动产教合作:** 推进产教合作对接, 强化产业指导作用, 促进校企深度合作, 使得职业教育培养的人才更加贴近企业、贴近劳动市场的人才需求;
- (3) **推进职业教育现代化, 完善职教体系:** 鼓励利用信息技术等推进职业教育现代化; 完善职业教育和培训体系, 优化学校、专业布局等。

另外, 2018 年 10 月, 财政部、国家税务总局颁布《个税专项附加扣除暂行办法》, 规定纳税人接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育支出, 在取得相关证书的年度, 按照每年 3600 元定额扣除, 体现政策对于职业教育的支持与鼓励。

我们认为: 目前职业教育发展质量与中国经济发展水平不匹配, 且办学理念、发展模式受到很大障碍。2019 年 1 月发布《国家职业教育改革实施方案》(后称“《方案》”)、以及 2019 年 3 月 5 日发布《政府工作报告》, 明确指出加快发展现代职业教育, 既有利于缓解当前就业压力, 也是解决高技能人才短缺的战略之举, 把职业教育提升到国家重要政策高度上, 未来三年是发展重点。

作为职业培训机构来说: 《方案》下决心解决一些长期制约职业教育发展的体制机制问题, 提出了职业教育改革新的发展方向和任务, 例如 1+X 证书制度试点、研究建立国家资历框架、探索本科职教试点、建立产教融合型企业等等, 给职业类培训机构创造了机会。未来, 职业培训机构可通过设立实体职业院校, 或通过社会人才需求拓展职业证书等多项职业培训业务, 拓展空间较大。

表 13: 历年职业教育政策

颁布时间	颁布机构	政策	主要内容
1996年9月1日	教育部	《中华人民共和国职业教育法》	国家鼓励事业组织、社会团体、其他社会组织及公民个人按照国家有关规定举办职业学校、职业培训机构。
2002年8月24日	国务院	《国务院关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	鼓励和支持民办职业教育的发展。非营利性的民办职业学校,享受举办社会公益事业的有关优惠政策
2010年7月29日	纲要工作小组办公室	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020)》	大力发展职业教育,推进校企合作制度化
2014年6月16日	教育部等6部委	《现代职业教育体系建设规划(2014-2020)》	计划于2015年初步形成现代职业教育体系框架;于2020年基本建成具有中国特色的职业教育体系
2015年7月2日	教育部	《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	积极鼓励多元主体组建职业教育集团
2017年9月5日	教育部	《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》	全面提升信息技术支撑和引领职业教育创新发展的能力,加快推进职业教育现代化
2018年5月8日	国务院	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	构建终身职业技能培训体系,深化职业技能培训体制机制改革,提升职业技能培训基础能力
2018年10月20日	财政部、国家税务总局	《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》	鼓励继续教育,纳税人接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育支出,在取得相关证书的年度,按照每年3600元定额扣除。
2019年1月23日	国家发改委等18部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	进一步完善普惠性民办园认定标准和扶持政策,完善职业教育和培训体系,继续支持中西部地区重点建设一批高水平本科学校
2019年1月24日	国务院	《国家职业教育改革实施方案》	把职业教育摆在更加突出的位置,对接科技发展趋势和市场需求,完善职业教育和培训体系,优化学校、专业布局,深化办学体制改革和育人机制改革
2019年2月18日	国务院	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	推动教育合作发展,推动对港澳在教育等领域实施特别开放措施,研究进一步取消或放宽对港澳投资者的资质要求、持股比例、行业准入等限制
2019年2月23日	中共中央、国务院	《中国教育现代化2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022年)》	(1)加快发展现代职业教育,不断优化职业教育结构与布局;(2)深化职业教育产教融合,构建产业人才培养培训新体系,完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系。
2019年3月5日	两会	2019年政府工作报告	加快发展现代职业教育,既有利于缓解当前就业压力,也是解决高技能人才短缺的战略之举。(1)改革完善高职院校考试招生办法,鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考,今年大规模扩招100万人;(2)扩大高职院校奖助学金覆盖面、提高补助标准,加快学历证书和职业技能等级证书互通衔接。中央财政、地方财政加强支持。支持企业和社会力量兴办职业教育。

数据来源:教育部、国务院等各部委官网,西南证券整理

人才结构性缺口大，职业院校/培训机构投资机会广阔：职业教育以就业为导向，社会资本参与职业教育，无论从市场空间带来的经济收益角度，还是从满足市场用人需求的社会效益角度，其最优赛道应定位于就业率高，且薪资、就业满意度等指标也较理想的专业，致力于扩大此类专业的教育供给。梳理近年的大学生就业情况，可对各专业前景有更直观的把握。据麦克斯研究院 2018 年 6 月发布《就业蓝皮书：2018 年中国大学生就业报告》数据，本科专业中，2017 年软件工程、网络工程、通信工程、信息安全、电气工程及其自动化、广告学、数字媒体艺术等为绿牌专业（指就业率高，综合就业满意度好，需求增长专业，红牌即相反）。而高职专科绿牌专业包括电力系统自动化技术、市场营销、电气化铁道技术、视觉传达、发电厂及电力系统以及铁道工程技术、软件技术等。

我们认为：庞大的人才需求必然呈现多层次格局，并有望在职业教育领域形成需求拉动供给的人才培养趋势。职业教育以输出技能型人才为目标，与普通教育相比只有定位不同，而无高低之分。但当前的职教人才培养模式相对粗放，尤其在高技能人才培养上存在很大的提升空间。在中国制造 2025 的产业背景下，无论是信息技术产业的海量基础人才，还是高端制造业的稀缺“大国工匠”，都依赖于职业教育体系的完善。拥有契合产业需求方向的特色专业，且在师资、实训等环节均有优势的职业院校及培训机构将迎来较大发展机遇，建议关注实体职教培训机构的投资机会。

3 公司分析：优质职教综合性平台，业务布局全面

3.1 恒企教育：会计实操培训龙头，深耕 O2O 模式逐步成为全国性综合职教平台

3.1.1 历史沿革：立足会计实战培训，布局多项职教培训业务

恒企教育创办于 2002 年，2017 年正式并入开元股份，进入资本市场。恒企教育多年来立足市场人才供需关系和企业对人才的能力结构要求，与时俱进开设了面向学生、上班族等多类人群的不同专业的职业教育，主要业务包括财经类、自考类、设计类、IT 类等职业培训。近年来，恒企教育通过扩赛道多品牌、线上线下融合、产品技术双驱动等发展思路，加快了产业赛道拓展和产业布局完善，推动内容研发，实施产融结合的新模式，促进业务发展。截止目前，校区数量逐步达到接近 400 家，已经成为线上线下结合的全国性综合型职教平台。

表 14：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，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；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，

时间	事件
	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。
2016.12	恒企教育获得重组上市批文，正式进入资本市场。

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 15：恒企教育授课时间表

	上班族	非上班族
平时班	晚班：周一、三、五/周二、四、六 (18:30-21:00)	早班：周一、三、五/周二、四、六 (9:00-11:30)
周末班	周六/周日 (9:00-11:30; 14:00-16:30)	

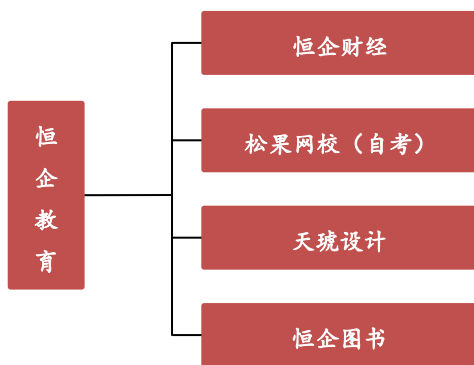
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.1.2 业务布局：“财经+IT+设计+自考”等跨赛道布局，多品牌同步发展

恒企教育旗下包括恒企财经、松果网校、天琥设计、恒企图书四大品牌：主要业务为财务会计培训、设计培训、自考培训、IT培训与学历中介服务及相关课件的销售，产品涵盖财务会计技能培训、财务会计考证培训、学历教育中介服务，以及子公司天琥教育的设计培训等，已经发展成为多赛道同步发展的综合型职业培训平台。

线上线下融合，各项业务协同效应明显：恒企教育借助于全国400+线下网点终端入口，为在线教育和学员后市场服务提供有力保障，避免了“有网无校”的局面，建立了良好的市场口碑。且基于互联网整合优质教师资源和内容资源，恒企单校边际效应有望持续提升。

图 24：恒企教育旗下品牌



数据来源：公司官网，西南证券绘制

图 25：恒企教育官网

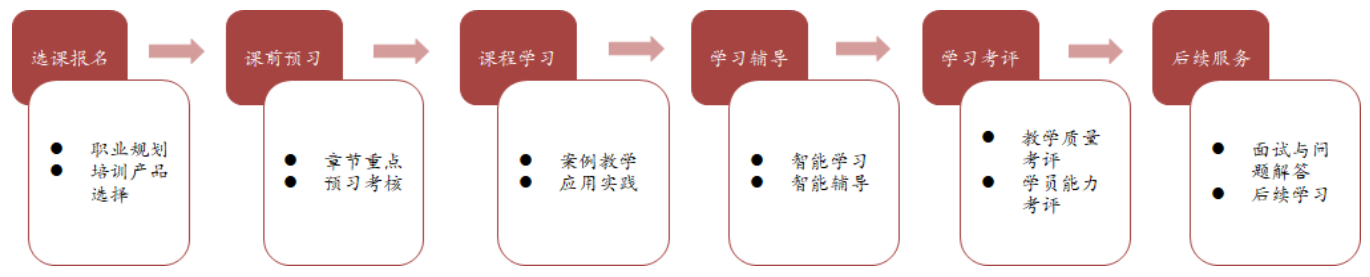


数据来源：公司官网，西南证券整理

财经类业务：包括会计技能培训产品和会计考证培训产品。会计技能培训产品包含财务会计系列培训、猎才计划培训、中央财大研修班等培训产品，创建了“经验十一关”的会计实操实战培训方法。会计考证培训产品有初级职称考证、中级职称考证等培训产品，产品体系较为全面。恒企教育会计培训业务包括选课报名、课前预习、课程教学、学习辅导、考核评价、后续服务等多项阶段，构建了学员服务的全产业链，从职业规划到课程辅导、后续服

务,均为学员量身定制,获得了广大学员的好评。恒企教育财经类培训客单价水平约为 7000 元/生,2018 年参培人次超 10 万人。未来,恒企还将加大对于 CPA、CMA、CFA 等高端课程体系的研发及推广,拓展新的学员流量入口,预计财经类培训业务增长空间较大。

图 26: 恒企教育会计培训服务业务流程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

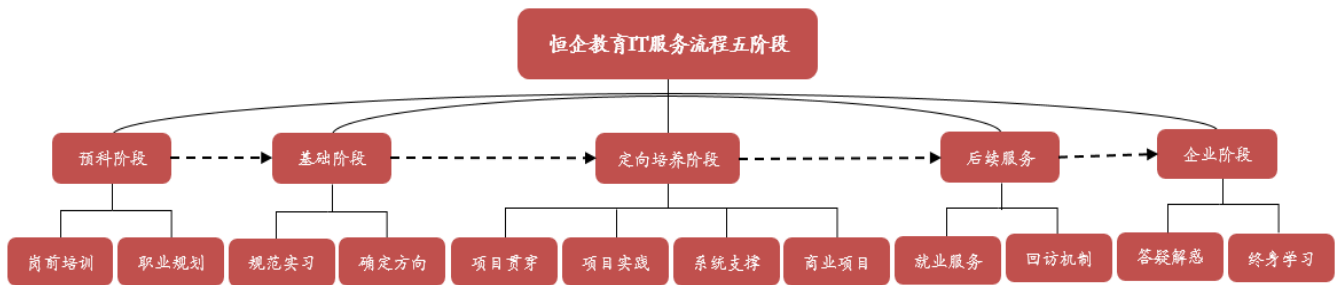
表 16: 恒企教育会计培训课程体系

级别	优秀财务会计			优秀管理会计	
	实务级	全能级	精英级	中央财大研修班	卓越级
课程	《认识企业, 驾驭会计》 《会计基础》 《税务基础》 《出纳高手》 《商业、酒店行业账》	实务级课程+ 《10 大税务软件实训》 《成本会计实训》 《工业会计实训》 《工业会计沙盘演练》	全能级课程+ 《实用财务管理》 《房地产、建筑、外贸、装饰、广告行业账实训》(赠送)	《跨部门财务协同》、 《酒店企业全财务解决方案》、《集团财务设计与纳税筹划》、 《全面预算管理》、 《企业 ERP 设计与实施》、《企业投融资管理》、《企业上市规范》	1,精英级全部课程(校区面授);2,热门行业全财务解决:《跨部门财务协同》《酒店企业全财务解决方案》 《集团财务设计与纳税筹划》《全面预算管理》《企业 ERP 设计与实施》《企业投融资管理》、《企业上市规范》(以上网络直播学习)
经验关	6A 财务核算与税务实战精细化核算与管理问题 小规模纳税人会计	6A 财务核算与税务实战精细化核算与管理问题 小规模纳税人会计 人工智能做账 五步万能成本法	6A 财务核算与税务实战精细化核算与管理问题 小规模纳税人会计 人工智能做账 五步万能成本法 快速财务分析与诊断	企业跨部门财务协同、数据漏斗管理工具、集团事业部财务管控、多行业全财务解决方案、企业六大刹车系统、财务共享中心、企业投融资与资本运作	6A 财务核算与税务实战、企业跨部门财务协同、数据漏斗管理工具、集团事业部财务管控、多行业全财务解决方案、企业六大刹车系统、财务共享中心、企业投融资与资本运作
课次	31 次	50 次	60 次	48 次直播	60 次校区面授 +48 次直播

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

IT 培训业务: 恒企教育的控股子公司牵引力主要从事 IT 培训业务。培训课程覆盖 WEB 前端、PHP 开发、JAVA 开发、网络营销等,其业务体系包含预科阶段(职业规划)、基础阶段(确定培训方向)、定向培养阶段(企业内训)、后续服务阶段(就业及猎头服务)、企业工作阶段(技术答疑),客单价水平约为 1.8 万元,2018 年参培人次超 1 万人,恒企教育正在对于 IT 培训业务进行整合提升,预计未来覆盖学员数量提升空间较大。

图 27: 恒企教育 IT 培训流程



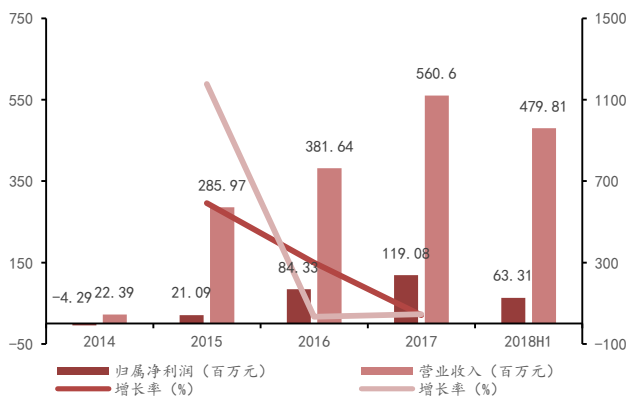
数据来源：公司公告，西南证券整理

学历教育中介业务：指与恒企教育合作的大学通过恒企教育各分公司网点作为他们的招生点，各大学院校根据合同约定按比例分成给恒企教育，这部分收入确认为学历中介收入。该业务包括**成人教育中介服务、网络教育中介服务、自考考前辅导**等产品。与全国几十家知名财经院校都签订了教研合作和联合办学的协议，建立了基于成人教育、网络教育和自学考试三种方案的学前、学中和学后的一站式培训服务体系。

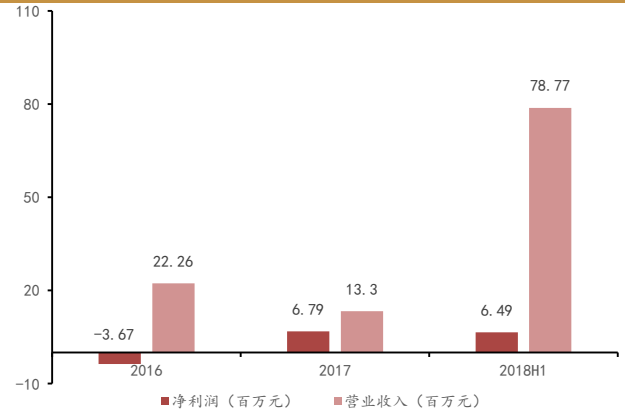
设计培训业务：恒企教育的控股子公司天琥教育主要从事设计培训业务。培训课程覆盖 UI 设计、室内设计、平面视觉设计、电商网页设计、影视特效设计、互联网视觉设计、Photoshop 全能特训、CAD 设计制图考证等，设计类培训业务客单价水平约 1 万元，2018 年参培人次超 2 万人，预计未来利用恒企教育网点下沉的优势布局，设计类业务客单价水平、学员数量将进一步提升。

3.1.3 财务分析：线上线下融合，量价齐升带动营收快速增长

量价齐升使得营业收入、营业利润大幅增长。近年来，恒企教育通过多赛道拓展及线上/线下新课程体系研发，实现业绩快速增长。2017 年 7 月，恒企教育升级了“猎才计划”培训课程，并增设“卓越计划”培训课程，新的“猎才计划”课程价格为 26800 元，提价了 7000 元，增设的卓越计划培训课程价格为 19800 元，客单价水平大幅提升，带动业绩快速增长。2018H1，恒企教育实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 108%；实现净利润 6331 万元，同比增长 60%。2018 年，公司 IT 类职业教育业务受市场因素与业务模式调整双重影响，牵引力利润端存在较大亏损，目前牵引力已基本完成业务模式调整，预计 2019 年对于恒企整体业绩影响有限。

图 28: 恒企教育营收及归属净利率变化


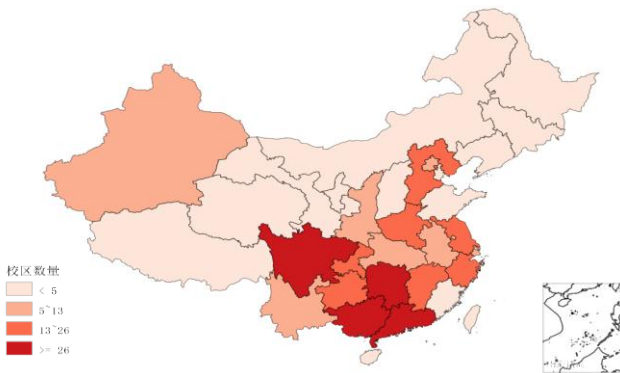
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 29: 2016-2018H1 天琥教育营收及归属净利率变化


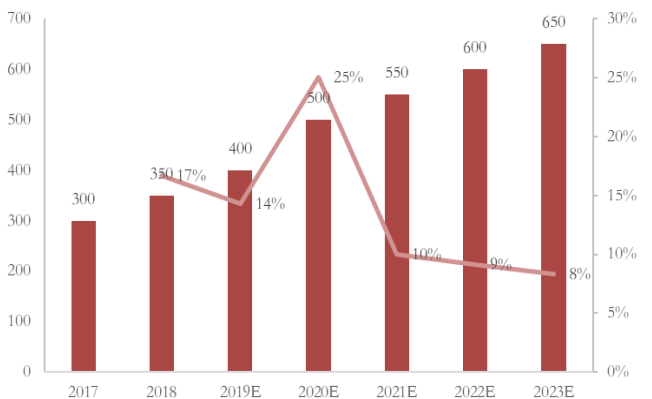
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.1.4 未来战略: 加快校区布局, 深耕 O2O 模式拓展业务赛道

恒企教育未来将加快线下校区的布局, 目前已布局近 400 个。恒企教育主要通过“直营校区+加盟校区”方式, 在全国范围内进行连锁化扩展, 一方面产生较好的品牌效应从而带来收入规模化优势, 加盟校区采取收取加盟费、管理费及业绩分成的方式为恒企贡献利润; 另一方面也获取连锁经营带来的成本集约化优势。2017 年 12 月, 恒企在全国 23 个省市、150 多个城市共有各类终端校区 348 家, 较 2016 年同期增加 92 家(含天琥教育), 其中 2017 年 12 月并表天琥教育增加 31 家校区。目前恒企已累计在全国 24 个省市、150 多个城市开办了近 400 家网点, 未来预计每年新增校区网点约 50-80 家。

图 30: 恒企教育校区覆盖 24 个省 156 座城市


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

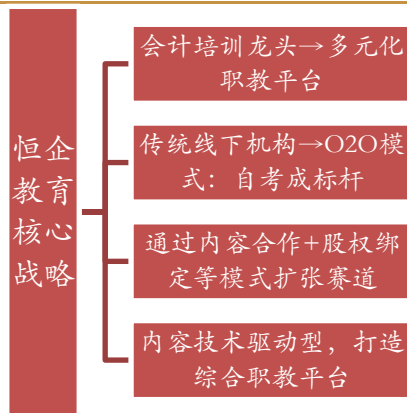
图 31: 恒企教育终端校区布局总数预测 (单位: 家)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

线上线下结合, 深耕 O2O 模式拓展赛道, 自考业务为成功典范: 在拓展新校区的基础上, 恒企利用校区渠道拓展赛道, 已经完成由会计培训龙头向多元化的职业教育集团、由传统的线下培训机构向 O2O 线上线下结合的营销模式转变。其中自考业务即为恒企由线下向 O2O 模式转变试点成功案例。恒企通过与优质内容团队达成战略合作, 向其提供线上线下结合的 O2O 营销渠道。恒企教育自 2017 年拓展自考业务以来, 2 年内实现超过翻倍的营业额增长, 内容资源与多校区渠道、及 O2O 营销模式的化学反应已然显现。

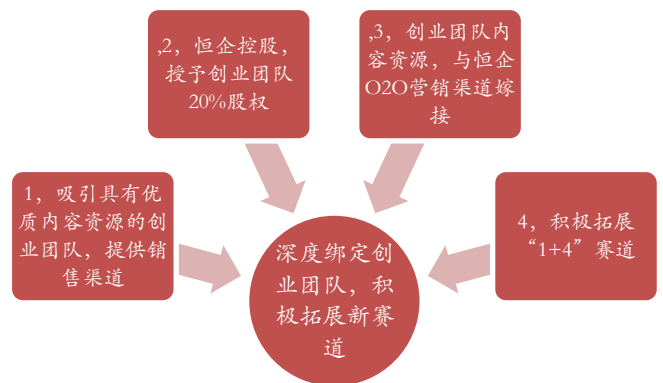
复制自考成功案例，利用内容合作+股权绑定等战略合作模式，拓展“1+4”赛道：未来，公司将继续深耕产品和研发，复制自考成功案例，在新开发赛道过程中，通过（1）引进优质内容团队，恒企提供销售渠道，以销售额提成及通过率进行考核；（2）恒企控股、授予创业团队 20% 左右子公司股权等方式深度绑定创业团队，吸引拥有优质内容资源的创业团队加盟恒企，积极拓展赛道。新团队将与恒企教育现有的线上、线下结合的 O2O 营销模式有机结合，实现销售额及市场影响力、市占率快速提升。恒企教育未来拟积极拓展教师资格考试（已经上线）、公务员考试、医师资格考试等内容，将公司打造成为内容驱动型、平台型的职教培训机构，最终形成以学历教育业务（自考）为基础及流量导入，“会计+教师资格证+医学+公务员”4 项应试业务为辅的“1+4”赛道拓展战略，未来有望实现业绩持续高速增长。

图 32：恒企教育核心战略



数据来源：西南证券整理

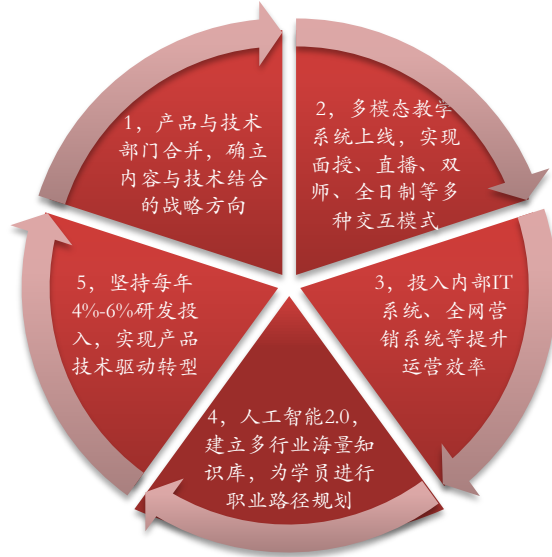
图 33：恒企教育深度绑定创业团队，积极拓展新赛道



数据来源：西南证券整理

注重研发，倾力打造产品技术驱动型教育公司：2018 年，恒企教育将产品部门（即课程研发部门）和技术部门合并，将内容和技术融为一体，大幅增加研发费用投入，确立内容与技术结合的战略方向。目前，恒企已经完成学员人工智能多模态交互平台建设，可实现面授、直播、双师、全日制等多种交互模式；并完成内部 IT 系统、全网营销系统等提档升级，公司运营效率提升。2019 年 8 月，公司还将上线人工智能 2.0 系统，完成建立多行业、多赛道海量知识库，为学员进行职业路径规划，可覆盖终身职业教育多项赛道，实现学员的个性化教育。恒企教育研发队伍已经超过 400 人，预计未来将持续加大研发投入，研发费用率将维持 4-6% 的水平。我们认为，恒企教育转型思路清晰，其学员培养思路领先于市场，且持续研发投入有望增强公司核心竞争力水平，预计未来将领跑职教培训市场。

图 34：恒企教育打造产品技术驱动型企业目标



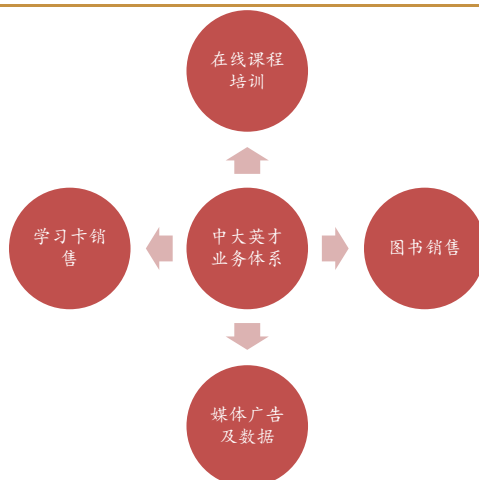
数据来源：西南证券整理

3.2 中大英才：优质在线职业教育平台，课程聚焦与恒企深入融合

3.2.1 业务分析：课程资源丰富，教学体系成熟

中大英才成立于 2010 年，是专业从事在线职业教育的资讯门户网站与在线学习平台，在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑。主要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，其中在线课程体系涵盖建筑工程、财经金融、职业资格、医药卫生、职业技能等多个领域，已经积累了上千万职业资格人群用户，数百万的会员用户。另一方面，通过与出版社、书商等合作，利用图书资源有效推广网校视频课程，并通过自编辅导书获取了部分考试类项目相对优质、精准的用户资源，实现各项业务协同。

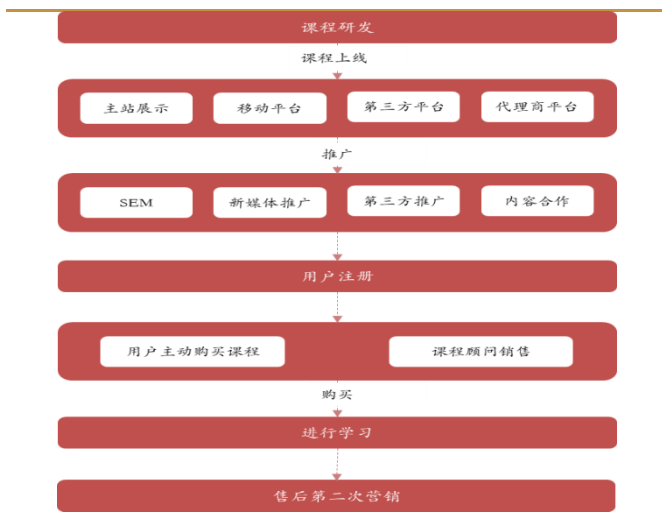
图 35：中大英才业务体系



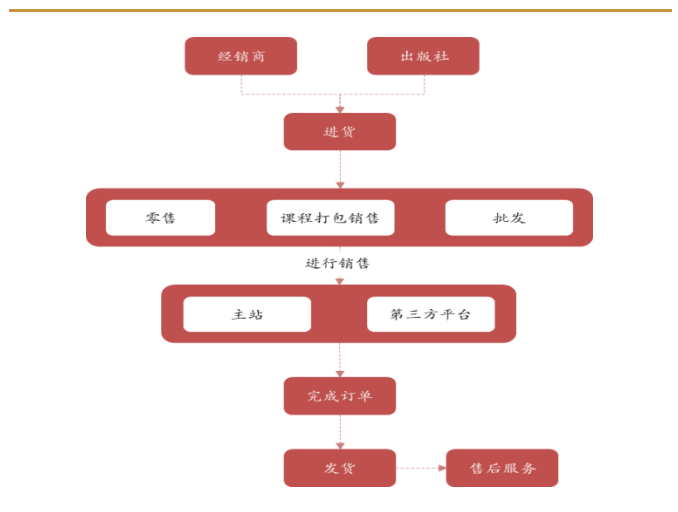
数据来源：公司官网，西南证券整理

在线课程培训业务：培训内容为各位职业、岗位资格认证及基金从业资格、银行职业资格、证券从业资格、期货资格、教师资格等。**其在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型。**自制课程由中大英才教研团队与专兼职老师制作相应职业培训课程，并上传至中大英才网站及网络课堂合作方，学员购买课程后，中大英才为学员开设学习账户。中大英才以合作分成形式获得第三方合作网校课程的开课权，用户浏览中大网校网站时，下单并支付购买课程。

图书业务：主要为职业考试相关的考试辅导书籍及考试教材，考试教材由中大英才向出版社采购，以零售和随课程赠送的方式提供给学员。辅导书为向出版社采购，以零售和随课程打包的方式通过中大英才网站及合作平台销售。

图 36：中大英才在线课程培训业务流程图


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：中大英才图书业务流程图


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 17：中大英才在线课程培训主要课程体系

业务分类	主要课程	班级名称	课时(时)	人均学费(元)	退款政策
建筑工程	建造师	考霸特训班：建设工程经济、建筑工程项目管理、建设工程法规及相关知识	46	5980	不过可复训一期
		考霸通关班：建设工程经济、建筑工程项目管理、建设工程法规及相关知识	44	2980	不过可复训一期
		VIP 考霸特训班（包含全真模拟和应试技巧）	48	19800	不过全退
		考霸精品班：建设工程经济、建筑工程项目管理 建筑工程法规及相关知识	36	1980	-
	注册测绘	考霸特训班：测绘案例分析、测绘管理与法律法规、测绘综合能力	50	7980	不过可复训一期
		考霸通关班：测绘案例分析、测绘管理与法律法规、测绘综合能力	48	4980	不过可复训一期
		VIP 考霸特训班（包含全真模拟和应试技巧）	46	19800	不过全退
		考霸精品班：测绘案例分析、测绘管理与法律法规、测绘综合能力	38	2980	-
财经外贸	经济师	考霸特训班：初级工商管理专业知识与实务	44	1980	不过可复训一期

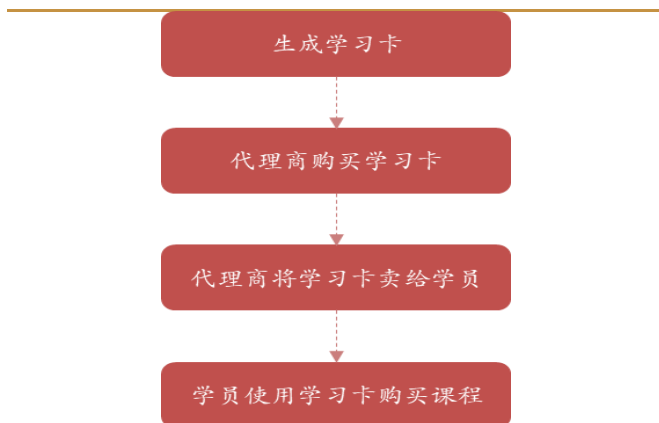
业务分类	主要课程	班级名称	课时 (时)	人均学费 (元)	退款政策
	会计职称	考霸精品班: 初级工商管理专业知识与实务	44	980	-
		名师集训班: 包括会计实务和经济法	32	1680	不过退费
		考霸速成班: 包括会计实务和经济法	42	2980	不过退费
职业资格	教师资格	笔试特训班: 综合素质、保教知识与能力	115	1980	-
		面试特训班: 幼儿园试讲示范、面试结构化等	47	1980	-
医药卫生	护士资格	金题速成班: 执业护士《实践能力、专业实务》	98	680	-
		考霸精品班: 教材精讲和真题解析	275	580	-
学历提升	自考	考霸特训班: 教材精讲、考点串讲、应试技巧等	381	1980	-
		尊享考霸签约班: 人力资源管理(本科含学位)	248	10880	-
		VIP 签约通关班: 人力资源管理(本科)	241	8880	-
		助学保障班: 人力资源管理(专科)	388	14800	-

数据来源: 中大英才官网, 西南证券整理

学习卡: 中大英才制作固定金额的学习卡, 代理商以一定折扣向中大英才购买学习卡并自行销售。用户获得学习卡后, 可登陆中大网校网站充值并在学习卡面额内选择课程。

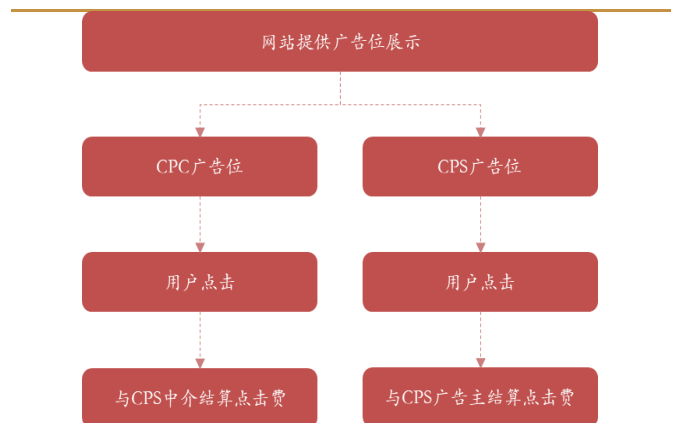
媒体广告业务: 在中大英才网站展示百度等第三方网站的广告代码, 由第三方按照 CPC 方式支付广告收入分成。在中大网校网站展示第三方的课件代码, 用户点击并购买课件后, 由第三方按照 CPS 方式支付收入分成。

图 38: 中大英才学习卡销售业务流程图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 39: 中大英才媒体广告业务流程图

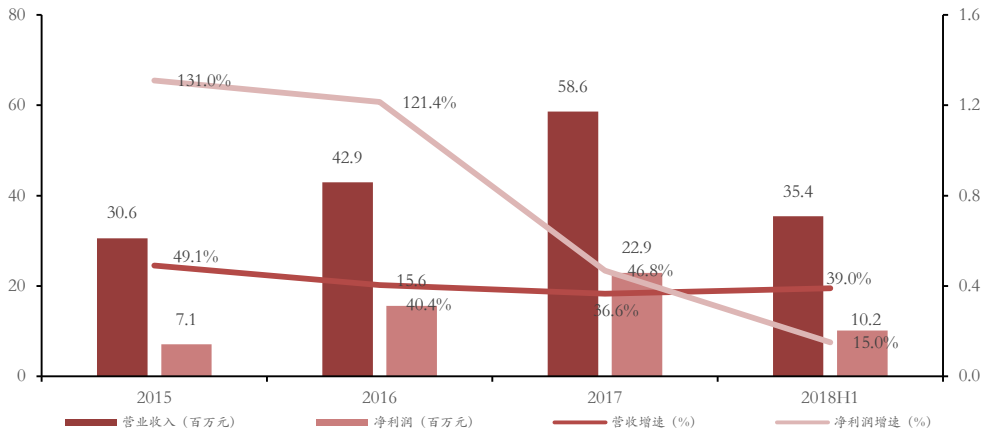


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 财务分析: 注册会员数量高增带动业绩高增, 各项业务稳健发展

2017 年中大英才全年新增注册会员数 149 万人, 同比增长 210%; 实现在线订单销售共计 32 万人次, 同比增长 121%; 在线订单销售回款额达 6210.73 万元, 同比增长 63%。2015-2017 年, 中大英才实现营业收入复合增速 38.5%、净利润复合增速 80.3%, 维持较快业绩增速。2018H1, 中大英才实现营业收入 3540 万元, 同比增长 39%; 实现净利润 1016 万元, 同比增长 15%, 随着与恒企教育线下流量深度融合, 预计中大英才未来业绩将维持稳健较快增速。

图 40: 中大英才营收及净利润情况

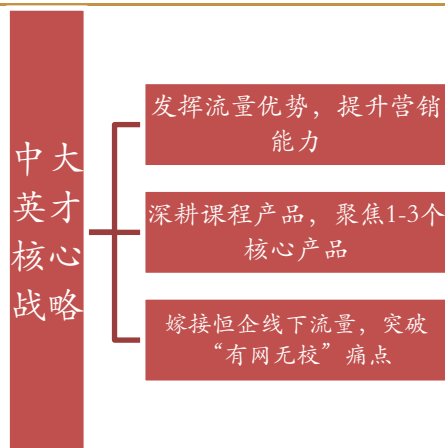


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.3 未来战略: 与恒企深度融合, “产品聚焦+营销发力”有望突破“有网无校”的痛点

与恒企教育深度融合, 线上教育业务继续保持稳健发展: 中大英才利用原有中大网校平台沉淀的品牌、用户、内容、技术、数据等优势, 与恒企教育深度融合, 实现产品迅速升级迭代, 以覆盖更多客户人群。未来, 中大英才将发挥其流量优势, 提高营销能力, 2019 年以来已经扩编了数百人的营销队伍。另外, 在课程产品方面, 中大英才将采取聚焦战略, 集中优势资源聚焦 1-3 个核心课程产品, 实现差异化竞争。最后, 中大英才与恒企将持续发挥协同效应, 自 2019 年 3 月起开展线上线下协同试点, 首批试点 10 个校区, 中大英才将线上流量导入恒企, 同时利用恒企教育线下网点布局, 突破网校“有网无校”的痛点, 预计有望实现跨越式发展。

图 41: 中大英才未来核心战略



数据来源: 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 行业政策不发生重大调整, 传统主业剥离顺利推进;

假设 2: 职业教育业务推进较为顺利, 财经类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 3%-5%, 客单价水平分别同比增长 8% 左右; 设计类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 15%-25%, 客单价水平分别同比增长 3%-5%; 自考类培训参培人数 19-21 年分别同比增长 50%、28%、15%, 客单价水平分别同比增长 3%-5%;

假设 3: 恒企教育通过引进优质团队积极开拓包括教师资格证考试培训、医师资格证考试培训、公务员考试培训等新赛道, 由于当前体量较小, 均归于“其他培训”一栏, 预计 19-21 年参培人数分别约 5500 人、1.59 万人、5.9 万人; 平均客单价水平约 3605 元、3785 元、3899 元;

假设 4: 行业竞争形势不发生重大变化, 公司成本、费用构成稳定, 公司毛利率维持在 60% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 (预计 2019 年传统主业完成剥离, 所以 19-21 盈利预测仅包含职业教育相关业务) 2019-2021 年分业务收入如下表:

表 18: 开元股份盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
财经类	721.6	802.7	910.3	1012.6
YOY(%)	-	11.2%	13.4%	11.2%
设计类	176.0	226.6	304.6	360.7
YOY(%)	-	28.8%	34.4%	18.5%
自考类	202.4	312.7	420.3	497.8
YOY(%)	-	54.5%	34.4%	18.5%
其他培训	-	20.0	60.0	230.0
YOY(%)	-	-	200.0%	283.3%
IT 类	50.0	0.0	0.0	0.0
YOY(%)	-	-	-	-
传统仪器业务	214.0	0.0	0.0	0.0
YOY(%)	-	-	-	-
合计	1464.0	1477.0	1695.1	2101.1
YOY(%)	49.3%	0.9%	14.8%	24.0%

数据来源: 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股教育培训可比标的昂立教育 (600661)、中公教育 (002607)、百洋股份 (002696)，其主营业务在职业教育培训均有所布局，面向消费者群体、商业模式等方面较为类似，具有一定可比性，行业 2019-2020 年平均估值分别为 33.4 倍、24.8 倍。开元股份 2018-2020 年业绩增速预期较高 (CAGR36.8%)，目前股价对应 19 年估值约 21.3 倍，股价被低估。

表 19：可比公司估值（截止 2019 年 4 月 4 日收盘价）

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600661	昂立教育	23.44	67.2	0.45	0.57	0.81	52.1	41.1	28.9
002607	中公教育	12.95	798.7	-	0.22	0.30	-	57.8	43.6
002696	百洋股份	8.78	34.7	-	0.66	0.80	-	13.3	11.0
300338	开元股份	10.21	35.2	0.44	0.48	0.65	23.2	21.3	15.7

数据来源：中公教育、百洋股份为 wind 一致预期，昂立教育、开元股份为西南预测；西南证券整理

结论与评级：预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.48 元、0.60 元，2018-2020 年归母净利润保持 37% 的复合增长率。鉴于公司多赛道布局持续发力、国家大力推动职业教育发展等因素，未来职教发展仍有较大空间，给予公司 2019 年 30 倍估值，对应目标价 14.4 元，上调至“买入”评级。

5 风险提示

职业教育政策环境变化、恒企教育招生不及预期、市场竞争加剧导致客单价下行等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	980.74	1463.85	1476.87	1694.93	净利润	167.20	115.01	172.97	215.68
营业成本	343.51	531.30	523.79	583.51	折旧与摊销	57.65	40.81	40.81	40.81
营业税金及附加	10.61	11.27	11.37	13.05	财务费用	19.96	73.19	59.07	67.80
销售费用	169.77	365.96	369.22	406.78	资产减值损失	17.69	17.00	17.00	30.00
管理费用	227.91	322.05	295.37	338.99	经营营运资本变动	303.60	17.18	-3.34	7.46
财务费用	19.96	73.19	59.07	67.80	其他	-224.34	-17.30	-16.43	-29.79
资产减值损失	17.69	17.00	17.00	30.00	经营活动现金流净额	341.75	245.89	270.08	331.95
投资收益	3.68	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1456.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.23	-0.11	-0.13	-0.14	其他	850.31	7.41	-0.13	-0.14
其他经营损益	0.00	0.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-606.08	7.41	-0.13	-0.14
营业利润	209.00	142.96	215.91	269.66	短期借款	50.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.29	1.70	1.65	1.61	长期借款	36.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	210.29	144.66	217.56	271.28	股权融资	1195.96	0.00	0.00	0.00
所得税	43.10	29.65	44.59	55.59	支付股利	-3.40	-32.02	-22.02	-33.12
净利润	167.20	115.01	172.97	215.68	其他	-815.77	-83.84	-59.07	-67.80
少数股东损益	7.12	4.90	7.36	9.18	筹资活动现金流净额	462.79	-185.86	-81.10	-100.92
归属母公司股东净利润	160.08	110.12	165.61	206.50	现金流量净额	198.08	67.44	188.85	230.89
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	375.56	443.00	631.85	862.75	成长能力				
应收和预付款项	416.75	639.72	643.58	735.45	销售收入增长率	187.67%	49.26%	0.89%	14.77%
存货	92.95	147.43	144.83	161.95	营业利润增长率	2735.06%	-31.60%	51.02%	24.90%
其他流动资产	139.29	196.67	198.42	227.72	净利润增长率	4201.60%	-31.21%	50.39%	24.69%
长期股权投资	3.00	3.00	3.00	3.00	EBITDA 增长率	2096.55%	-10.35%	22.89%	19.79%
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	313.92	294.29	274.65	255.02	毛利率	64.97%	63.71%	64.53%	65.57%
无形资产和开发支出	1537.99	1523.11	1508.24	1493.36	三费率	42.58%	52.00%	49.00%	48.00%
其他非流动资产	136.15	129.86	123.57	117.28	净利率	17.05%	7.86%	11.71%	12.73%
资产总计	3015.62	3377.08	3528.14	3856.52	ROE	7.82%	5.20%	7.33%	8.48%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.54%	3.41%	4.90%	5.59%
应付和预收款项	497.20	709.91	715.88	815.14	ROIC	14.69%	9.14%	11.73%	14.59%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	29.22%	17.55%	21.38%	22.32%
其他负债	274.61	421.01	415.16	461.71	营运能力				
负债合计	877.81	1166.92	1167.04	1312.86	总资产周转率	0.49	0.46	0.43	0.46
股本	339.62	339.62	339.62	339.62	固定资产周转率	3.48	5.00	5.40	6.68
资本公积	1394.62	1394.62	1394.62	1394.62	应收账款周转率	3.34	3.41	2.86	3.04
留存收益	364.65	442.75	586.34	759.72	存货周转率	3.15	4.22	3.45	3.66
归属母公司股东权益	2109.54	2176.99	2320.58	2493.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.49%	—	—	—
少数股东权益	28.27	33.17	40.53	49.71	资本结构				
股东权益合计	2137.81	2210.16	2361.11	2543.66	资产负债率	29.11%	34.55%	33.08%	34.04%
负债和股东权益合计	3015.62	3377.08	3528.14	3856.52	带息债务/总负债	12.08%	3.09%	3.08%	2.74%
					流动比率	1.23	1.27	1.44	1.57
					速动比率	1.12	1.14	1.31	1.44
					股利支付率	2.12%	29.07%	13.30%	16.04%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.32	0.48	0.60
					每股净资产	6.11	6.31	6.72	7.23
					每股经营现金	0.99	0.71	0.78	0.96
					每股股利	0.01	0.09	0.06	0.10
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	286.61	256.96	315.79	378.27					
PE	22.02	32.00	21.28	17.07					
PB	1.67	1.62	1.52	1.41					
PS	3.59	2.41	2.39	2.08					
EV/EBITDA	10.90	11.63	8.86	6.79					
股息率	0.10%	0.91%	0.62%	0.94%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn