

2019年04月10日

开元股份 (300338.SZ)

多赛道布局持续发力职业教育

■剥离传统制造业务，转型纯正教育标的。公司于2017年年初收购恒企教育与中大英才，新增教育培训业务板块，2017年公司实现营业收入及归母净利润9.81亿元、1.60亿元，分别同比增长187.7%、2617.1%，教育业务并表大幅增厚业绩。2018年前三季度实现营业收入及归母净利润9.81亿元、1.02亿元，分别同比增长67.8%、-6.6%，教育业务收入稳健增长，利润略有下降主要系公司进行传统业务剥离、IT培训业务亏损以及新增股权激励费用。传统制造业务已于2019年4月完成剥离，未来公司将集中资源聚焦教育业务，预计公司业绩将持续向好。

■职业教育长期受益于政策利好，市场空间广阔。政策端，职业教育改革方案出台，从完善国家职业教育制度体系、构建职业教育国家标准、促进产教融合、建设多元办学格局等多个方面提出了改革措施，利好职业教育板块，带动产业进入新的发展阶段。需求端，产业升级大背景下，信息技术产业人才缺口较大，职业教育大有可为，无论是学历教育院校还是职业培训机构，都呈现出持续的景气度。根据智研咨询测算，到2020年整体职业教育市场规模有望达到1.16万亿元。

■恒企教育：线下会计培训领军企业，扩赛道多品牌并行。1) 产品线：恒企教育深耕会计培训领域，通过扩赛道多品牌运营战略，主要业务发展为财务会计培训、设计培训、IT培训与学历中介服务及相关课件的销售。在其核心业务会计培训领域，恒企教育不断升级现有课程、增设中高端课程，驱动培训人次及课单价齐升，会计培训人次从2014年的1.72万人次增长至2017年的13.83万人；2) 网点布局：目前已累计在全国24个省市、156座城市开办了近400家网点，计划未来2年内在全国完成500家学习中心的网点覆盖布局；3) 未来战略：线下模式向O2O模式转变，拓展产品品类，扩大边际效益；持续的教研与技术投入，夯实教育产品的内容竞争力。

■中大英才：在线职业教育学习平台，依托用户与流量优势，与恒企线上线下融合。中大英才才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，旗下“中大网校”提供包括工程类、财经金融、职业资格、医药类以及综合类等在线课程内容。中大英才17年新增注册会员149万人，用户与流量资源丰富，可以依托其在线平台沉淀的品牌、用户、内容、技术、数据等优势，与恒企教育进行深度融合，一方面，中大英才内容上借鉴恒企教育，优化其产品课程体系；另一方面，中大英才的线上流量与恒企教育的线下流量可以进行相互导流，以覆盖更多用户群体，放大各自的品牌与资源优势。

■投资建议：公司已成功剥离传统制造业务，转型为纯正职业教育标的，恒企教育立足会计培训领域，多赛道布局产品线，带动培训人次及课

公司深度分析

证券研究报告

教育

投资评级 **买入-A**

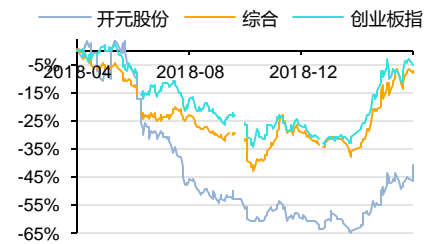
首次评级

6个月目标价：**14.10元**
股价(2019-04-09) **11.22元**

交易数据

总市值(百万元)	3,872.89
流通市值(百万元)	2,110.68
总股本(百万股)	345.18
流通股本(百万股)	188.12
12个月价格区间	6.60/19.70元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.25	13.3	-37.75
绝对收益	22.49	51.21	-41.6

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

陈冠呈

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080004
chengc@essence.com.cn

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

单价齐升，同时看好其与中大英才的线下线上协同效应，后续发展动力足。预计公司 2019-2020 年净利润分别为 1.62 亿元、1.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.47 元、0.57 元，对应 PE 24、20 倍。我们给予 2019 年 30X 估值，对应 6 个月目标价 14.10 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

■风险提示：职业教育政策变化、恒企教育线下网点扩张不及预期、线上线下招生不及预期、旗下各教育标的管理与整合的风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	340.9	980.7	1,461.3	1,534.4	1,687.8
净利润	5.9	160.1	111.4	161.9	197.6
每股收益(元)	0.02	0.46	0.32	0.47	0.57
每股净资产(元)	2.19	6.11	6.26	6.50	6.78

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	657.4	24.2	34.8	23.9	19.6
市净率(倍)	5.1	1.8	1.8	1.7	1.7
净利率	1.7%	16.3%	7.6%	10.6%	11.7%
净资产收益率	0.8%	7.6%	5.2%	7.2%	8.4%
股息收益率	0.1%	0.1%	1.4%	2.1%	2.6%
ROIC	-1.1%	32.8%	5.3%	3.8%	11.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 开元股份：剥离传统制造业务，转型纯正教育标的	5
1.1. 历史沿革：收购恒企教育&中大英才，进军职业教育培训领域.....	5
1.2. 股权结构：实控人持股 29%，实现股权深度绑定.....	6
1.3. 财务分析：教育业务并表增厚业绩，传统业务剥离期 18 年利润短期下滑.....	6
2. 职业培训行业：长期受益于政策利好，市场空间广阔	7
2.1. 利好政策频出，职业教育进入新的发展阶段.....	7
2.2. 人才结构性缺口大，近万亿培训市场有待释放.....	8
3. 公司分析：多赛道布局持续发力，打造综合职业教育平台	11
3.1. 恒企教育：线下会计培训领军企业.....	11
3.1.1. 深耕职业教育培训 17 年.....	11
3.1.2. 以会计培训业务为主，扩赛道多品牌并行.....	11
3.1.3. 线下模式向 O2O 模式转变，教研与技术投入保证优质教育内容输出.....	15
3.2. 中大英才：在线职业教育学习平台.....	16
3.2.1. 17 年新增注册会员 149 万人，业绩稳健增长.....	16
3.2.2. 依托用户与流量优势，与恒企线上线下融合.....	18
4. 投资建议	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2018 年三季报）.....	6
图 3：2014-2018 年前三季度营业收入及增速.....	6
图 4：2014-2018 年前三季度归母净利润及增速.....	6
图 5：2014-2018 年前三季度销售毛利率及净利率.....	7
图 6：2014-2018 年前三季度期间费用率.....	7
图 7：2000 年以来全国就业市场求人倍率.....	9
图 8：2001-2014 年分学历求职倍率变化.....	9
图 9：2011-2020E 职业学历教育市场规模及增速.....	10
图 10：2011-2020E 职业非学历教育市场规模及增速.....	10
图 11：恒企教育历史沿革.....	11
图 12：恒企教育营业收入及增速.....	11
图 13：恒企教育净利润及增速.....	11
图 14：恒企教育旗下品牌.....	12
图 15：2015 年恒企教育营收结构.....	12
图 16：2016 年（1-8 月）恒企教育营收结构.....	12
图 17：恒企教育会计培训服务业务流程.....	13
图 18：恒企教育会计培训课题体系.....	13
图 19：2014-2017 年恒企教育会计培训人次.....	14
图 20：2014-2016 年恒企教育会计培训人均单价.....	14
图 21：2016-2018 年上半年天琥教育净利润.....	15
图 22：2014-2020E 恒企教育布局网点数.....	16

图 23: 中大英才旗下“中大网校”网站首页	17
图 24: 2014-2018 年上半年中大英才营业收入及增速	17
图 25: 2014-2018 年上半年中大英才净利润及增速	17
表 1: 恒企教育与中大英才业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)	5
表 2: 公司各业务板块收入及利润结构	7
表 3: 近年来职业教育相关政策梳理	8
表 4: 中国制造 2025 重点领域人才缺口预测	10
表 5: 中大英才主要业务	17

1. 开元股份：剥离传统制造业务，转型纯正教育标的

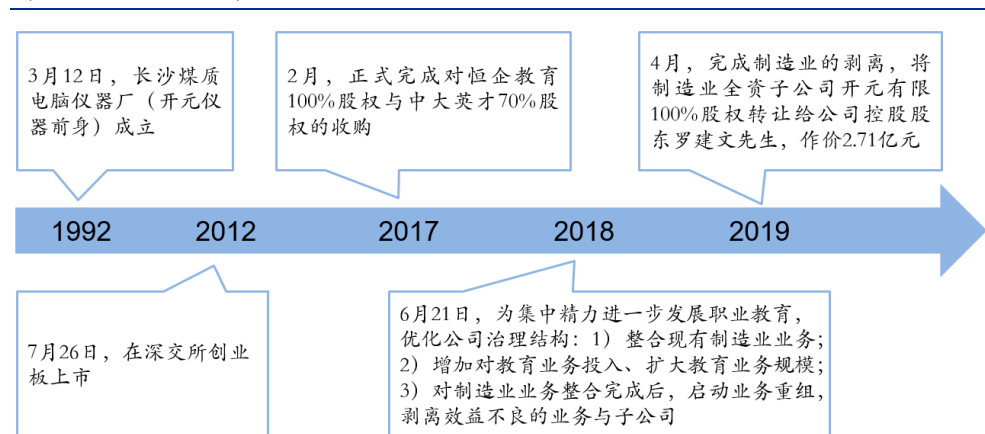
1.1. 历史沿革：收购恒企教育&中大英才，进军职业教育培训领域

公司原从事仪器仪表业务，以研究开发生产销售燃料智能化工程产品、煤质检测仪器设备产品及其配件与服务为主营业务。公司自 1992 年开始进入煤质检测领域，已为五千余家客户提供煤质检测仪器设备二万多台套，典型客户覆盖国电、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。

收购恒企教育与中大英才，新增教育培训业务板块。2016 年 8 月，公司发布公告，拟以 12 亿元收购恒企教育 100% 股权、以 1.82 亿元收购中大英才 70% 股权，交易事项正式于 2017 年 2 月完成，教育业务自 2017 年 3 月起纳入上市公司合并报表。恒企教育承诺 2016-2018 年净利润分别为 0.80 亿元、1.04 亿元、1.35 亿元，后创始人江勇增持后主动提高业绩承诺并延后一年，承诺 2017-2019 年净利润分别为 1.5 亿元、2.0 亿元、2.5 亿元；中大英才承诺 2016-2018 年净利润分别为 1500 万元、2000 万元、3000 万元。恒企教育与中大英才分别主营线下财务会计培训与在线职业考试培训业务，交易完成后，上市公司主营业务新增教育培训业务板块。

剥离制造业相关资产，加速推进职业教育业务发展。近两年，受国内五大电力集团去产能、降杠杆影响，该类产品订单减少，公司传统业务业绩下滑。2018 年 6 月 21 日，公司发布公告称，为集中精力，进一步发展职业教育，决定进一步优化公司治理结构：1) 整合现有制造业业务；2) 增加对教育业务投入、扩大教育业务规模；3) 对制造业业务整合完成后，启动业务重组，剥离效益不良的业务与子公司。并于 2019 年 3 月进一步发布公告，拟将公司制造业全资子公司开元有限 100% 股权转让给公司控股股东罗建文先生，交易对价 2.71 亿元；截至 4 月 8 日，开元有限完成了相关工商变更登记及章程备案手续，预计从 2019 年 4 月起制造业将不再纳入上市公司合并范围，公司主营业务变为单一的教育培训业务。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：恒企教育与中大英才业绩承诺及完成情况（单位：万元）

标的	占股		2016	2017	2018	2019
恒企教育	100%	承诺	8000	10400	13520	
		实际	8327	10786		
中大英才	70%	承诺	1500	2000	3000	
		实际	1603	2306		

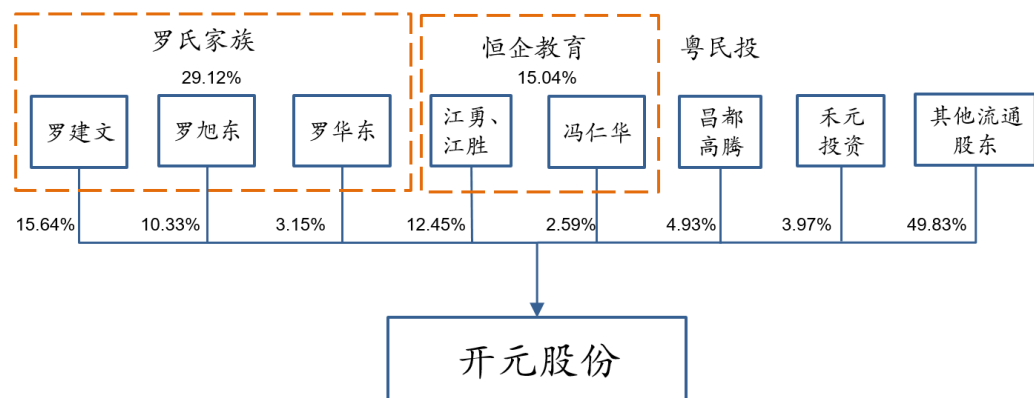
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 股权结构：实控人持股 29%，实现股权深度绑定

截至 2018 年三季度，罗建文持有公司 15.64% 股权，为公司控股股东，罗建文与罗旭东、罗华东为父子关系，三人合计持有公司 29.12% 股权，为公司实际控制人；恒企教育创始人江勇持有公司 9.56% 股权，为公司第三大股东，江勇与其一致行动人江胜合计持有公司 12.45% 股权。

2018 年 5 月 10 日，公司公告《2018 年限制性股票激励计划（草案）》，本激励计划拟授予的限制性股票数量不超过 644 万股，激励对象为恒企教育的核心管理人员、核心技术（业务）骨干人员共计 272 人，激励计划的解除限售考核年度为 2018-2020 年，恒企教育 2018-2020 年净利润分别不低于 1.28 亿元、1.47 亿元、1.84 亿元。

图 2：公司股权结构（截至 2018 年三季度）

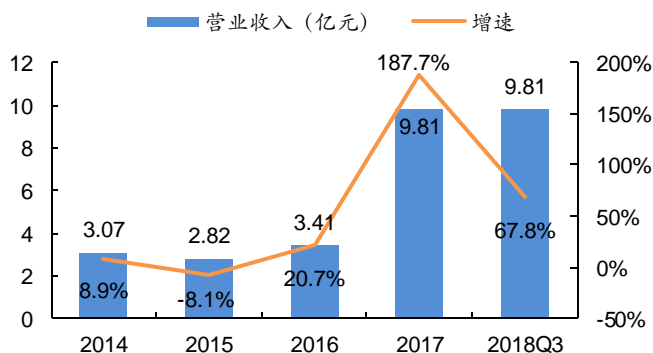


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 财务分析：教育业务并表增厚业绩，传统业务剥离期 18 年利润短期下滑

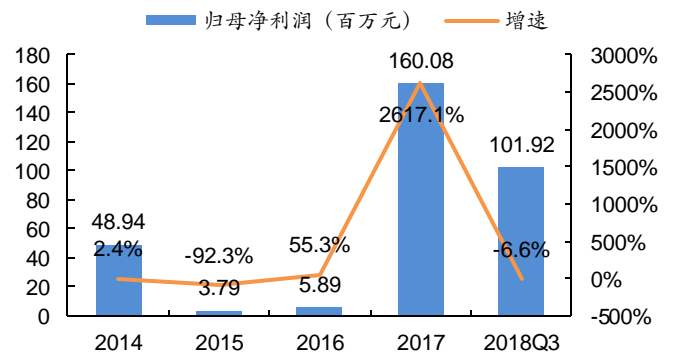
恒企教育与中大英才 2017 年 3 月并表，大幅增厚公司业绩。受宏观经济以及煤炭产业增长乏力等因素的影响，2015-2016 年公司传统制造业务营业收入与利润呈下滑态势。公司自 2017 年收购恒企教育与中大英才以来，职业教育业务实现快速发展，收入与利润大幅增长。2017 年公司实现营业收入及归母净利润 9.81 亿元、1.60 亿元，分别同比增长 187.7%、2617.1%；2018 年前三季度实现营业收入及归母净利润 9.81 亿元、1.02 亿元，分别同比增长 67.8%、-6.6%，利润略有下降主要系公司进行传统业务剥离、IT 培训业务亏损以及新增股权激励费用。传统制造业务已于 2019 年 4 月完成剥离，未来公司将集中资源聚焦教育业务，预计公司业绩将持续向好。

图 3：2014-2018 年前三季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：2014-2018 年前三季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

分业务看，职业教育业务贡献主要收入及利润来源。2017年，公司职业教育业务与制造业务实现收入6.14亿元、3.67亿元，占比分别为62.6%、37.4%；2018年前三季度职业教育业务收入8.47亿元，占比进一步提升至86.4%。反应在利润端，2017年以及2018年前三季度教育业务贡献利润1.29亿元、1.02亿元，占比超八成。

表 2：公司各业务板块收入及利润结构

业务分类	2018年1-9月		2017年		2016年（模拟合并）		
	金额（万元）	结构比	金额（万元）	结构比	金额（万元）	结构比	
收入结构	制造业务	13340.26	13.60%	36670.30	37.39%	34092.49	44.54%
	职业教育	84714.17	86.40%	61403.70	62.61%	42455.69	55.46%
	合计	98054.43	100.00%	98074.00	100.00%	76548.18	100.00%
利润结构	制造业务	-1329.81	-13.05%	3125.52	19.52%	589.16	5.82%
	职业教育	11522.24	113.05%	12882.52	80.48%	9525.44	94.18%
	合计	10192.43	100.00%	16008.04	100.00%	10114.60	100.00%

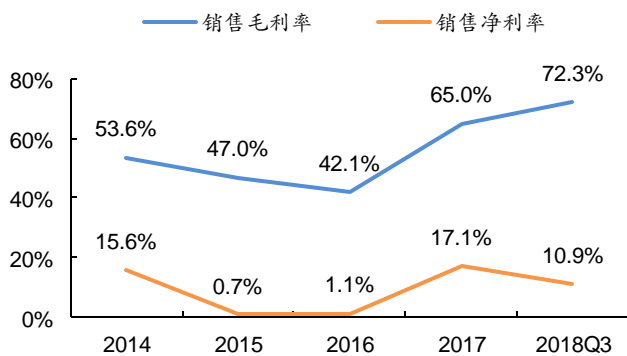
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：职业教育业务2017年3月起纳入上市公司合并报表，为便于比较，其中2016年的数据为模拟合并数据；2017年职业教育业务2017年的营业收入与净利润指2017年3-12月数据。

利润率方面，2016年、2017年以及2018年前三季度，公司毛利率分别为42.1%、65.0%、72.3%，净利率分别为1.1%、17.1%、10.9%。从分业务毛利率上看，2017年教育业务毛利率76.9%，高于平均水平，教育业务并表后，拉动整体毛利率提升，利润率逐渐改善。

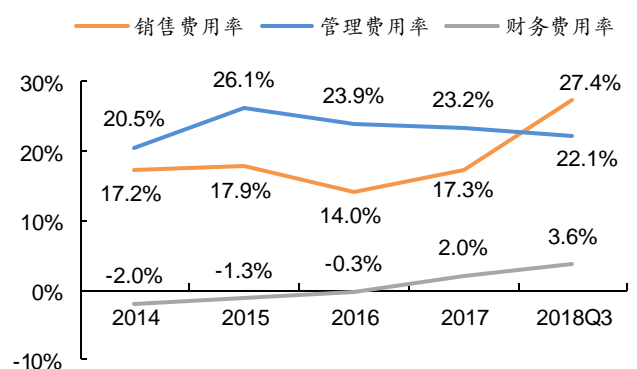
费用率方面，2018年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为27.4%、22.1%、3.6%，相比去年同期分别提升17.1个、11.8个、2.0个百分点，销售费用增长主要系推广费等增速较快影响所致，管理费用增长主要系公司经营规模扩大以致人员增加，财务费用增长主要系职业教育公司为学员承担贷款贴息及公司贷款利息增加影响所致。

图 5：2014-2018 年前三季度销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：2014-2018 年前三季度期间费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 职业培训行业：长期受益于政策利好，市场空间广阔

2.1. 利好政策频出，职业教育进入新的发展阶段

职业教育持续性受益于政策利好。在教育各细分领域中，职业教育长期受益于政策利好。2018年5月，国务院印发《关于推行终身职业技能培训制度的意见》高度重视职业技能培训产业的发展。2018年10月，国税总局发布《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，其中指出纳税人接受技能人员和专业技术人员职业资格继续教育的支出，在取得相关证书的当年按3600元定额扣除。

职业教育改革方案出台，带动产业进入新的发展阶段。2019年2月13日，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》（以下称“方案”），从完善国家职业教育制度体系、构建职业教育国家标准、促进产教融合、建设多元办学格局等多个方面提出了改革措施，利好职业教育板块。

方案提出从2019年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度（1+X证书制度）试点工作。启动1+X证书制度试点，我们认为将有利于：1）缓解结构性就业矛盾；2）扩展职业院校生源；3）扩大考证考级市场规模。1+X证书制度鼓励学生在学习学历证书的基础上，考取若干职业技能等级证书，充分肯定了职业技能等级证书的重要性，强调以就业为导向的人才培养模式，考证与就业成为刚需，利好职业教育培训领域。

表 3：近年来职业教育相关政策梳理

政策文件	出台时间	出台部门	相关内容
《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》	2010年7月	教育部	实行工学结合、校企合作、顶岗实习的人才培养模式。坚持学校教育与企业培训并举，全日制与非全日制并重；制定优惠政策，鼓励企业接收学生实习实训和教师实践，鼓励企业加大对职业教育的投入。
《现代职业教育体系建设规划（2014-2020年）》	2014年6月	教育部等6部门	加快民办职业教育发展。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。
《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	2014年8月	国务院	深化校企合作。研究制定促进校企合作办学有关法规和激励政策，深化产教融合，鼓励行业和企业举办或参与举办职业教育，发挥企业重要办学主体作用；鼓励实训教学。多种形式支持企业建设兼具生产与教学功能的公共实训基地；强化教学、学习、实训相融合的教育教学活动。
《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》	2015年6月	教育部	积极鼓励多元主体组建职业教育集团。建立健全职业教育集团化办学运行机制。强化产教融合、校企合作，推动建设以相关各方“利益链”为纽带，集生产、教学和研发等功能于一体的生产性实训基地和技术创新平台，促进校企双赢发展；
《国务院办公厅关于深化产教融合的若干意见》	2017年12月	国务院	深化“引企入教”改革。支持引导企业深度参与职业学校、高等学校教育教学改革，多种方式参与学校专业规划、教材开发、教学设计、课程设置、实习实训，促进企业需求融入人才培养环节；开展生产性实习实训。健全学生到企业实习实训制度。鼓励以引企驻校、引校进企、校企一体等方式，吸引优势企业与学校共建共享生产性实训基地。
《职业学校校企合作促进办法》	2018年2月	教育部等6部门	校企合作实行校企主导、政府推动、行业指导、学校企业双主体实施的合作机制；鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校，设置学生实习、学徒培养、教师实践岗位。
《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》	2018年5月	国务院	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。
《国家职业教育改革实施方案》	2019年2月	国务院	要把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置，要推动企业和社会力量举办高质量职业教育；支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构；启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度（1+X证书制度）试点工作。
《中国教育现代化2035》、《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》	2019年2月	中共中央、国务院	加快发展现代职业教育，不断优化职业教育结构与布局；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。

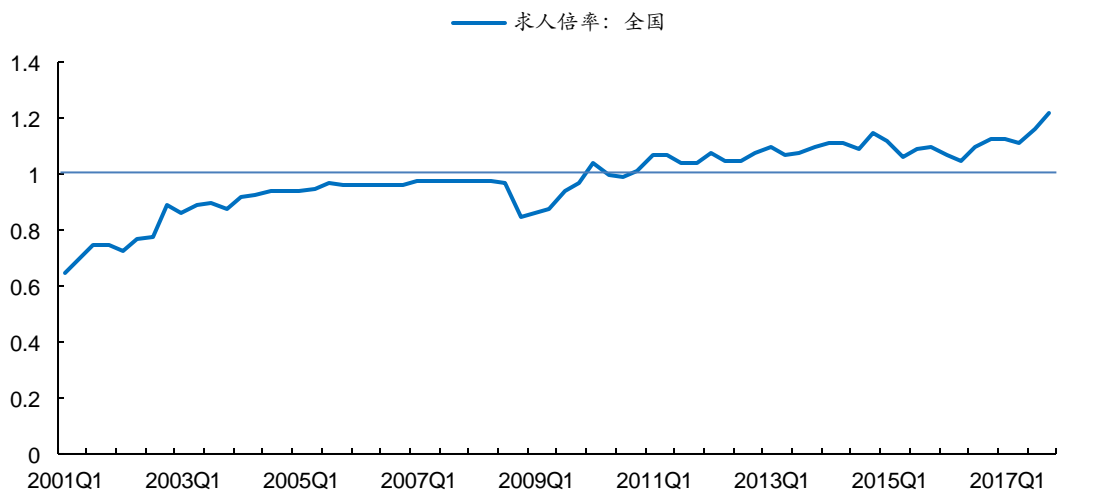
资料来源：各相关部门网站，安信证券研究中心

2.2. 人才结构性缺口大，近万亿培训市场有待释放

（1）高技能人才缺口

2011 年以来我国劳动力市场整体供给不足。从就业市场总体看，我国近年来劳动力供不应求的矛盾愈发突出。数据显示，2009 年以来劳动力市场总体求人倍率（一段时期内劳动力需求/求职人数）呈递增趋势，2011 年开始持续大于 1，说明就业市场需求大于供给，印证了舆论广泛反映“招工难”现象。

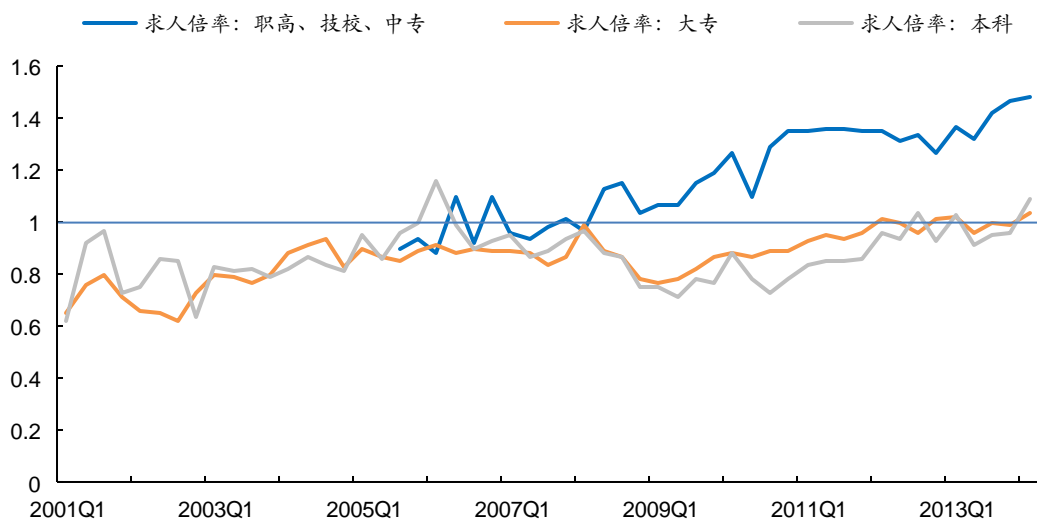
图 7：2000 年以来全国就业市场求人倍率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

本专科人才饱和，职高、中等职业院校毕业生需求旺盛。分学历来看，尽管求人倍率均呈上升趋势，但针对“职高、技校、中专”群体用人需求明显更强，且从 2011 年开始已达到供不应求的状态，而“本科及以上”以及“大专”群体的供给略大于需求，一定程度上也印证了近年来在人才培养上存在的“过度教育”情况。

图 8：2001-2014 年分学历求职倍率变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

产业升级大背景下，信息技术产业人才缺口较大，职业教育大有可为。2015 年国务院下发《中国制造 2025》规划，提出未来十年重点发展新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车等十大领域。产业升级带动带来迫切的人才需求，教育部《制造业人才发展规划指南》中预测多个战略新兴产业未来将面临百万级别的人

才缺口，新一代信息技术产业人才缺口更达到 750 万。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，无论是学历教育院校还是职业培训机构，都呈现出持续的景气度。

表 4：中国制造 2025 重点领域人才缺口预测

十大重点领域	2015 年		2020 年		2025 年	
	人才总量 (万人)	人才总量预测 (万人)	人才缺口预测 (万人)	人才总量预测 (万人)	人才缺口预测 (万人)	
新一代信息技术产业	1050	1800	750	2000	950	
高档数控机床和机器人	450	750	300	900	450	
航空航天设备	49.1	68.9	19.8	96.6	47.5	
海洋工程装备及高技术船舶	102.2	118.6	16.4	128.8	26.6	
先进轨道交通装备	32.4	38.4	6	43	10.6	
节能与新能源汽车	17	85	68	120	103	
电力装备	822	1233	411	1731	909	
农机装备	28.3	45.2	16.9	72.3	44	
新材料	600	900	300	1000	400	
生物医药及高性能医疗器械	55	80	25	100	45	

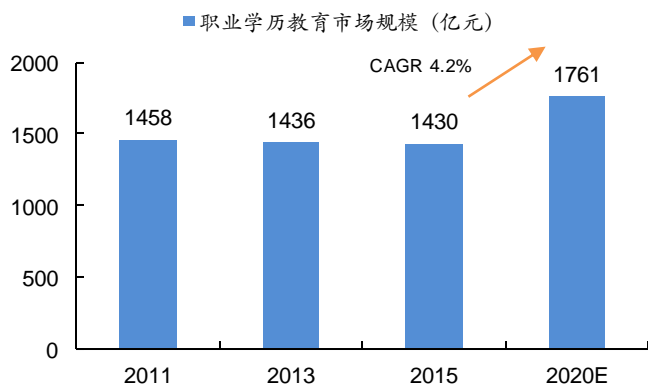
资料来源：《制造业人才发展规划指南》，安信证券研究中心

(2) 人才培养与产业需要不匹配是学历教育最大痛点

就业难、招工难并存反映的是现有教育体系与产业需求的脱节。数量上，本专科毕业生饱和、职业院校毕业生明显短缺，凸显人才培养结构失衡。质量上，专业不对口、实习实训经验缺乏等问题导致既有人才供给不能满足企业用人需要，很多情况下企业不得不在岗前培训上大量投入，才能确保新员工具备实操能力。因此，一方面，职业院校存在巨大人才培养缺口，需提质增效；另一方面，职业非学历教育的作用突显，蕴含巨大市场机会。

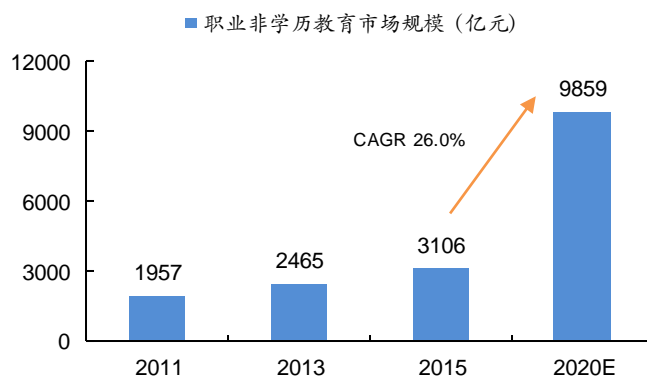
强化个人能力与职业相匹配，近万亿培训市场有待释放。相比职业学历教育，职业非学历教育即职业培训由于受众广、周期短，在当前毕业生就业压力不断加大的情况下，市场刚需旺盛，成长空间更为广阔。根据智研咨询测算，2015-2020 年，职业学历教育规模将从 1430 亿元增加至 1761 亿元，CAGR 为 4.2%，而职业非学历教育规模将从 3106 亿元增加至 9859 亿元，CAGR 高达 26.0%。到 2020 年整体职业教育市场规模有望达到 1.16 万亿元，其中职业非学历教育规模占比约 85%。

图 9：2011-2020E 职业学历教育市场规模及增速



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 10：2011-2020E 职业非学历教育市场规模及增速



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

3. 公司分析：多赛道布局持续发力，打造综合职业教育平台

3.1. 恒企教育：线下会计培训领军企业

3.1.1. 深耕职业教育培训 17 年

恒企教育成立于 2002 年，深耕职业教育领域，立足市场人才供需关系以及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。经过多年的发展，恒企教育业务涵盖财经类职业教育、设计类职业教育、IT 类职业教育、学历辅导、职业资格培训、产教融合、公共培训、高端课程研发、图书文化出版等多个领域。根据官网数据，恒企教育以“自营为主、加盟为辅”的连锁经营形式，目前已累计在全国 24 个省市、156 座城市开办了近 400 家网点。

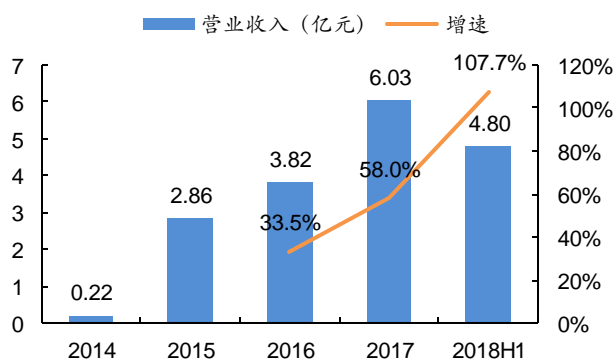
图 11：恒企教育历史沿革



资料来源：公司公告，恒企教育官网，安信证券研究中心

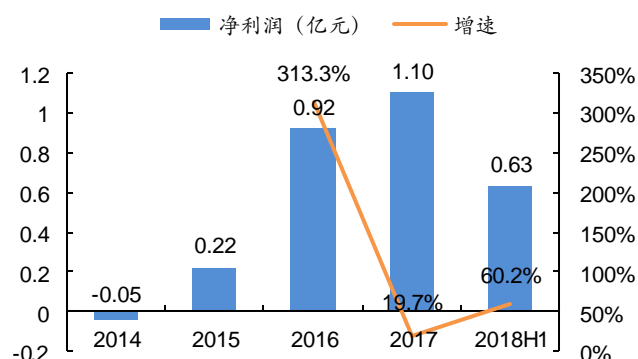
恒企教育业绩保持高速增长。恒企教育 2016-2017 年实现营业收入 3.82 亿元、6.03 亿元，同比增长 33.5%、58.0%；净利润 0.92 亿元、1.10 亿元，同比增长 313.3%、19.7%；2018 年上半年实现营业收入及净利润分别为 4.80 亿元、0.63 亿元，分别同比增长 107.7%、60.2%，业绩保持高增长态势。

图 12：恒企教育营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：恒企教育净利润及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2. 以会计培训业务为主，扩赛道多品牌并行

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与产业布局完善，推动内容研发，实施产融结合的新模式，促进业务发展。目前，恒企

教育旗下主要拥有恒企财经、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、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，以及子公司牵引力的 IT 培训与天琥教育的设计培训等。

图 14：恒企教育旗下品牌

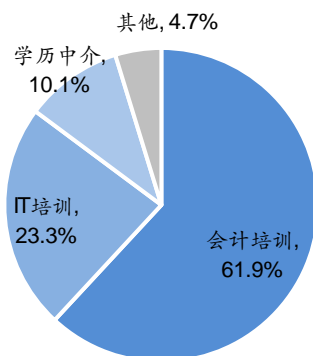
恒企教育旗下品牌



资料来源：恒企教育官网

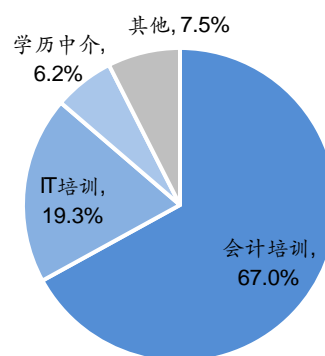
会计培训业务贡献主要收入来源。从收入结构来看，恒企教育 2015 年、2016 年会计培训业务收入占比分别 62%、67%，为主要收入来源，其次为 IT 培训业务。恒企教育自 2015 年起积极拓展成人学历中介业务，未来随着成人自考等业务的落地，收入结构将更趋于多元化。

图 15：2015 年恒企教育营收结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16：2016 年（1-8 月）恒企教育营收结构

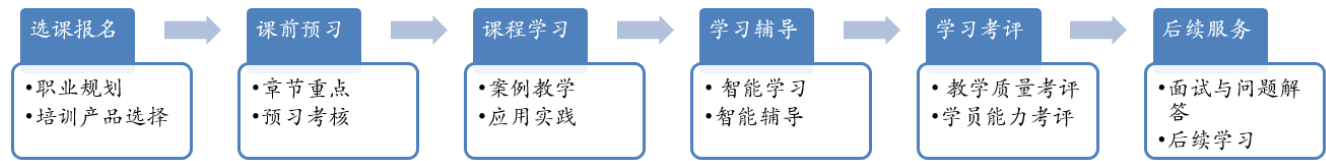


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

(1) 会计培训业务：产品体系丰富，增设中高端课程带动量价齐升

恒企教育会计培训产品主要包括会计技能培训与会计考证培训产品两大类。其中会计技能培训产品有财务会计系列培训、猎才计划培训、中央财大研修班等培训产品，会计考证培训产品有初级职称考证、中级职称考证、注册会计师考证等培训产品。恒企教育的会计培训服务业务流程包括最初的选课报名阶段到最后的服务阶段，为学员提供全方位的服务。目前恒企会计的终端校区已遍布全国 150 多座城市、近 400 家校区。

图 17: 恒企教育会计培训服务业务流程



资料来源: 公司公告

拓展财务会计培训的边界，产品更加完善丰富。恒企教育创新研发五大会计成才阶段应用课程，从会计实务级、全能级、精英级、卓越级、辉煌级进行实战培养。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，内容在原来的基础上，增加了管理会计证书及工信部紧缺人才证书与中央财大的证书；2018年上半年，恒企教育进一步丰富“猎才计划”培训课程内容，优化升级“卓越计划”培训课程，中央财大研修班在原有中级课程基础上增设高级研修班课程；新增“ERP 实战培训”课程、财务数据分析专项能力认证、CMA、CFO 实战培训课程等。恒企教育不断拓展财务会计培训的边界，校区产品进一步丰富。

图 18: 恒企教育会计培训课题体系

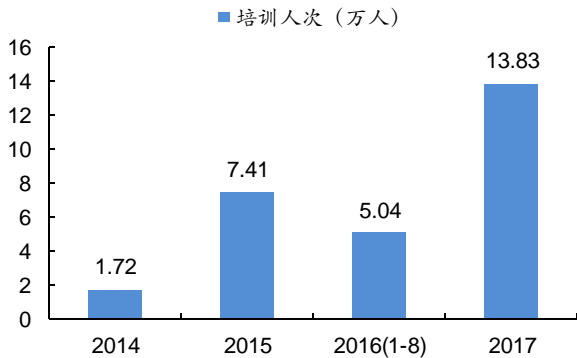
级别	优秀财务会计			优秀管理会计	
	实务级	全能级	精英级	中央财大研修班	卓越级
课程	《认识企业, 驾驭会计》 《会计基础》 《税务基础》 《出纳高手》 《Excel 财务应用》 《小微企业纳税人会计(手工账)》 《商业会计实战(电脑版)》 《商业、酒店行业账》(赠送)	实务级课程+ 《10大税务软件实训》 《成本会计实战》 《工业会计实战》 《工业会计沙盘演练》 《工业、旅游、物流行业账实训》 (赠送)	全能级课程+ 《实用财务管理》 《房地产、建筑、外贸、装饰、广告行业账实训》 (赠送)	热门行业全财务解决 《跨部门财务协同》 《酒店企业全财务解决方案》 《商场超市全财务解决方案》 《电子工业全财务解决方案》 《房地产企业全财务解决方案》 集团管理实战(网络版): 《集团财务管理实战》 企业六大大利车安全系统: 《企业财务设计与税务筹划》 《全面预算管理》 《企业风险与内部控制》 《企业成本费用控制》 《企业财务规范与审计》 《企业ERP设计与实施》 财务共享中心: 《核算体系与数据集中共享》 《财务组织优化与资金集中管理》 企业资本运作: 《企业投融资管理》 《企业上市规范》 (以上网络直播学习)	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》 《商场超市全财务解决方案》 《电子工业全财务解决方案》 《房地产企业全财务解决方案》 集团管理实战(网络版): 《集团财务管理实战》 企业六大大利车安全系统: 《企业财务设计与税务筹划》 《全面预算管理》 《企业风险与内部控制》 《企业成本费用控制》 《企业财务规范与审计》 《企业ERP设计与实施》 财务共享中心: 《核算体系与数据集中共享》 《财务组织优化与资金集中管理》 企业资本运作: 《企业投融资管理》 《企业上市规范》 (以上网络直播学习)
经验	1. GA财务核算与税务实战 2. 精细化核算与管理问题 3. 小微企业纳税人会计	1. GA财务核算与税务实战 2. 精细化核算与管理问题 3. 小微企业纳税人会计 4. 人工智能做账 5. 五步万能成本法	1. GA财务核算与税务实战 2. 精细化核算与管理问题 3. 小微企业纳税人会计 4. 人工智能做账 5. 五步万能成本法 6. 快速财务分析与诊断	7. 企业跨部门财务协同 8. 数据漏斗管理工具 9. 集团事业部财务管控 10. 多行业全财务解决方案 11. 企业六大大利车系统 12. 财务共享中心 13. 企业投融资与资本运作	7. 企业跨部门财务协同 8. 数据漏斗管理工具 9. 集团事业部财务管控 10. 多行业全财务解决方案 11. 企业六大大利车系统 12. 财务共享中心 13. 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

资料来源: 恒企教育官网

升级现有课程、增设中高端课程，驱动培训人次及课单价齐升。恒企教育通过对原有课程优化升级，并不断推出高端课程，带动了培训人次的快速增长，同时客单价持续提升。根据公司公告，恒企教育会计培训人次从2014年的1.72万人次增长至2017年的13.83万人，客单价从2014年的1894元增长至2016年的3764元，2017年7月新增的“猎才计划”课程

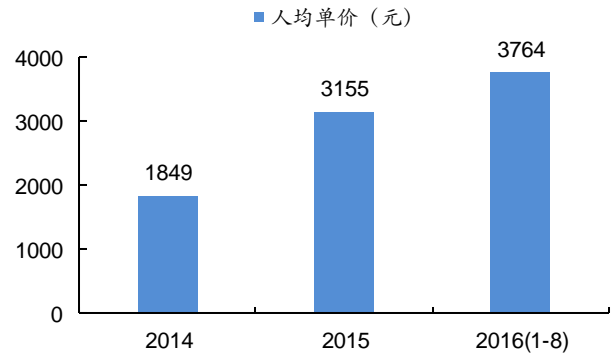
价格为 26800 元，提价了 7000 元，增设的卓越计划培训课程价格为 19800 元。未来恒企教育将继续加大对 CPA、CMA 等高端课程的研发及推广，丰富财务会计培训的内容，为会计培训业务提供充足的增长动力。

图 19: 2014-2017 年恒企教育会计培训人次



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20: 2014-2016 年恒企教育会计培训人均单价



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

(2) 学历教育中介业务: 与院校合作, 收入分成模式

恒企教育于 2015 年新增学历中介业务, 恒企教育的学历中介业务是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其教学点或招生点, 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。

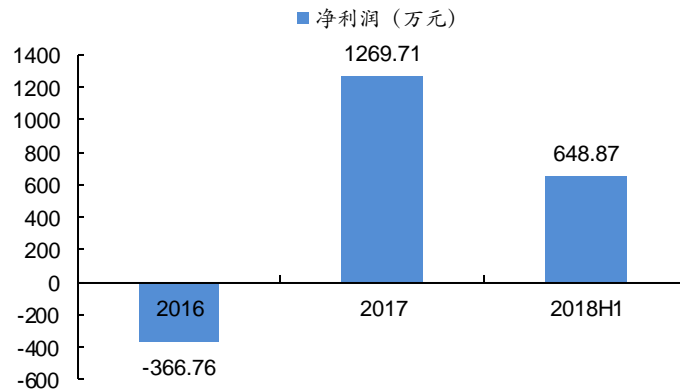
2015 年学历中介业务收入 2880 万元, 2018 年上半年学历中介业务收入增长至 1.27 亿元, 同比增长 302.7%, 占总营收的比重也从 2015 年的 10.1% 增长至 26.4%。随着恒企教育合作院校数量的增加, 学历学员数量随之增长, 学历中介业务将是恒企教育未来营业收入的一个快速增长点。

恒企教育学历教育中介服务产品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。其中名校直通车是恒企教育多年以来, 与高校战略合作与自身扎实办学积累获得的成果产品。恒企教育与全国几十家知名财经院校签订了教研合作与联合办学的协议; 通过多年成人学历教育探索, 恒企教育已建立了基于成人教育、网络教育与自学考试三种方案的学前、学中、学后的一站式培训服务体系。

(3) 设计培训业务: 收购天琥教育, 布局设计培训领域

根据公司公告, 恒企教育于 2017 年 11 月以 1.18 亿元收购天琥教育 56% 股权, 从 2017 年 12 月 1 日起天琥教育纳入财务报表合并范围。天琥教育承诺 2017-2019 年净利润分别为 1200 万元、1800 万元、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 31 日前启动收购其剩余的 44% 股权。天琥教育 2017 年实现净利润 1269.71 万元, 完成业绩承诺; 2018 年上半年实现营业收入 7877 万元, 净利润 648.87 万元。

图 21：2016-2018 年上半年天琥教育净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

天琥教育成立于 2002 年，是中国视觉类获得合法资质的培训机构，同时也是互联网视觉设计培训基地，业务涵盖 UI 设计、室内设计、平面设计、网页电商设计、互联网视觉营销推广、影视特效、C4D 设计、版式设计、PS 高级合成等。

已在全国 20 个省市布局 56 所校区。天琥教育自 2017 年起纳入上市公司体系后，在资本注入、组织融合、体系重构、课程丰富等方面获得支持，获得快速发展，天琥教育设计培训按照恒企教育成熟的连锁模式复制扩张。根据官网数据，目前天琥教育已在全国 20 个省（市）拥有 56 所校区，其中 2018 年上半年，新增 12 所自营校区，全日制培训基地得到强化。

（4）IT 培训业务：收购多迪网络，布局 IT 培训领域

恒企教育于 2015 年 4 月收购多迪科技 58% 股权，并于 2017 年 7 月以 6240 万元再收购其 32% 股权。多迪教育已于 2018 年更名为广州牵引力教育科技有限公司，截至目前，恒企教育合计持有牵引力 90% 股权。牵引力主营业务为培训，培训课程覆盖 UI 设计、WEB 前端、PHP 开发、JAVA 开发、网络营销等。根据官网数据，目前牵引力已在全国 17 个省市成立了 29 家 IT 实训校区，累计输送中、高端 IT 人才超 10 万人。

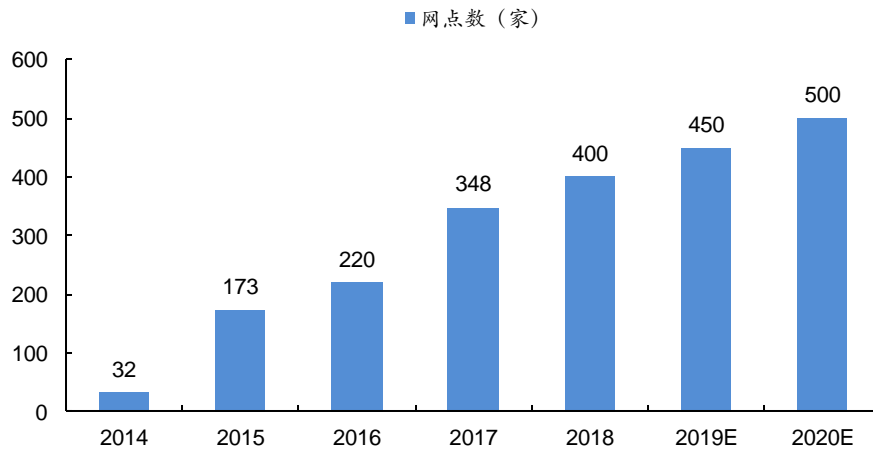
从 IT 基础培训向中高端产品转型。牵引力的 IT 培训业务受市场因素与业务模式调整双重影响，盈利能力下降，2018 年上半年恒企教育对牵引力教育组织、产品、模式、教学、校区、资源等方面进行了全面重构与重新整合。其中在产品重构方面，在保持原有优势产品课程（UI 课程、WEB 前端、JAVA 课程、PHP 课程、网络营销课程）基础上，重新定位牵引力教育 IT 培训产品定位，重新开发增加 Python 课程、大数据、云计算、人工智能等课程，从过去 IT 基础培训的红海向 IT 培训市场急需的中高端蓝海转型。鉴于目前 IT 职业培训的需求仍然旺盛，行业前景仍然看好，通过对牵引力一系列的整合重构，预计牵引力 IT 培训业务盈利情况将有所好转。

3.1.3. 线下模式向 O2O 模式转变，教研与技术投入保证优质教育内容输出

线下加速布局，网点扩张至近 400 家。恒企教育及其子公司的经营方式主要分自营模式（自营为主）与加盟模式，截至 2017 年年末，恒企教育在全国 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。2017 年财经赛道新开设 48 家自营校区，IT 赛道新开设 6 家自营校区，设计赛道新开始 7 家自营校区，学来学往赛道新开设 7 家校区，累计新开设了 68 家终端校区，校区数量较 2016 年同期增长 24.29%。根据官网数据，目前恒企教育已累计在全国 24 个省市、156 座城市开办了近 400 家网点，计划未来 2 年内在全国完成 500 家学习中心的网

点覆盖布局。

图 22：2014-2020E 恒企教育布局网点数



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

线下模式向 O2O 模式转变，拓展产品品类，扩大边际效益。恒企教育借助于全国网点的终端与学员建立的信任基础与入口，为在线教育及学员后市场服务上提供了有力的保障。恒企教育在线教育业务领域从财经、自考向 IT、设计、职业资格证书等扩展，2017 年度在财经领域新增 CPA、CMA、财务数据分析专项能力认证等产品，与中大英才合作在线自考类项目、教师资格证等逐步上线。2017 年恒企教育在线教育业务实现快速增长，2016 年在线教育订单销售额不足 500 万元，2017 年在线教育订单销售额达到 1.38 亿元。

持续的教研与技术投入，夯实教育产品的内容竞争力。为了更好地掌握各财务会计课程的发展及变化趋势，恒企教育成立了四大研究院即会计考证研究院、会计上岗研究院、行业会计研究院、课程技术与服务研究院，对会计培训的主要课程进行了长期、持续的跟踪与研究。根据公司公告，2017 年，恒企教育研发投入 2942 万元，主要用于开发十个研发项目，具体服务于财经培训、自考培训、IT 培训、设计培训等赛道，以建立强大的内容与技术壁垒。目前，恒企教育已在客户端、服务端、系统平台架构、互联网产品迭代开发等方面形成了独特的核心技术优势。2018 年上半年，上市公司合并报表层面研发投入 4664 万元，同比增长 73.9%，主要为恒企教育、中大英才方面的支出，未来恒企教育仍将加大研发投入，不断夯实教育产品的内容竞争力。

3.2. 中大英才：在线职业教育学习平台

3.2.1. 17 年新增注册会员 149 万人，业绩稳健增长

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，主要业务为在线课程培训、图书销售、学习卡销售、媒体广告及数据服务等，其中在线课程培训课程包括自制及第三方提供两种类型。旗下“中大网校”提供包括工程类、财经金融、职业资格、医药类以及综合类等在线课程内容。

图 23: 中大英才旗下“中大网校”网站首页



资料来源: 中大网校官网

表 5: 中大英才主要业务

业务类型	主要内容
在线课程培训	科目包括建造师、消防工程师、测绘工程师、招标师、造价师、经济师、会计职称(初、中级)、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、职称英语、建筑岗位认证等。中大英才提供的在线职业培训课程包括自制及第三方提供两种类型。
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。
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	分广告联盟与课件联盟。广告联盟: 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。课件联盟: 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。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

17 年新增注册会员 149 万人, 业绩稳健增长。2017 年中大英才全年新增注册会员数 149 万人, 同比增长 210.4%; 共计实现在线订单销售 31.70 万人次, 同比增长 120.8%, 实现在线订单销售回款额 6210.73 万元, 同比增长 62.7%; 实现营业收入 6352 万元, 同比增长 48.0%, 实现净利润 2328 万元, 同比增长 49.1%, 完成业绩承诺。2018 年上半年, 中大英才实现营业收入 3540 万元, 同比增长 38.9%, 实现净利润 1016 万元, 同比增长 14.8%。

图 24: 2014-2018 年上半年中大英才营业收入及增速

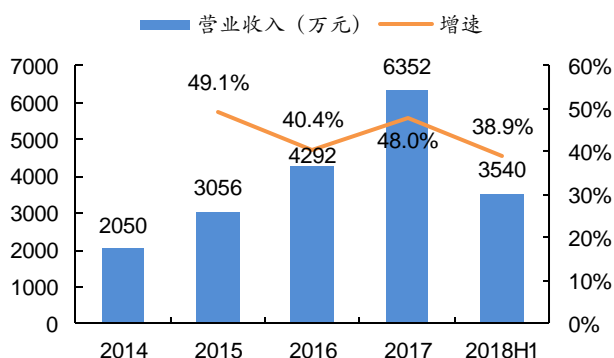
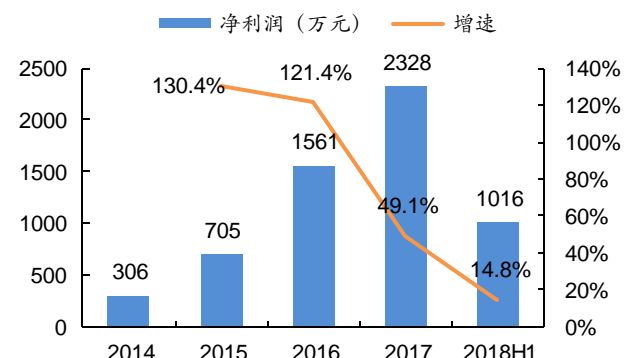


图 25: 2014-2018 年上半年中大英才净利润及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 依托用户与流量优势，与恒企线上线下的融合

中大英才用户与流量资源丰富。1) 中大英才积累了上千万职业资格人群用户以及数百万的会员用户，在职业教育领域拥有用户与流量优势；2) 通过与出版社、书商等合作，能够利用图书资源有效推广网校视频课程，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；3) 通过与百度、阿里、腾讯、360、搜狗等互联网机构的合作积累了优质合作关系，在上述机构的教育平台拥有丰富的稀缺资源，确保 PC 端、移动端的精准用户导入。

看好中大英才与恒企教育的线上线下协同效应。中大英才依托其在线平台沉淀的品牌、用户、内容、技术、数据等优势，可以与恒企教育进行深度融合，线上线下协同发展，完善与丰富产品线。一方面，中大英才内容上借鉴恒企的考霸魔方与自适应闯关平台培训思想与方法，优化其职业资格考证培训产品，完善从资料、题库、课程、图书到服务的课程体系立体化设计；另一方面，中大英才的线上流量与恒企教育的线下流量可以进行相互导流，以覆盖更多用户群体，放大各自的品牌与资源优势。

4. 投资建议

公司已成功剥离传统制造业务，转型为纯正职业教育标的，恒企教育立足会计培训领域，多赛道布局产品线，带动培训人次及课单价齐升，同时看好其与中大英才的线上线下协同效应，后续发展动力足。预计公司 2019-2020 年净利润分别为 1.62 亿元、1.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.47 元、0.57 元，对应 PE 24、20 倍。我们给予 2019 年 30X 估值，对应 6 个月目标价 14.10 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

职业教育政策变化、恒企教育线下网点扩张不及预期、线上线下招生不及预期、旗下各教育标的的管理与整合的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	340.9	980.7	1,461.3	1,534.4	1,687.8	成长性					
减:营业成本	197.6	343.5	526.1	537.0	590.7	营业收入增长率	20.7%	187.7%	49.0%	5.0%	10.0%
营业税费	6.3	10.6	21.7	19.7	23.4	营业利润增长率	0.7%	-2735.1	-59.3%	74.4%	27.9%
销售费用	47.7	169.8	419.4	398.9	438.8	净利润增长率	55.3%	2617.1%	-30.4%	45.4%	22.0%
管理费用	81.4	227.9	344.2	352.9	388.2	EBITDA 增长率	82.4%	1918.9%	-36.3%	29.6%	20.1%
财务费用	-0.9	20.0	29.7	15.3	16.9	EBIT 增长率	-22.6%	-2525.1	-46.6%	42.6%	26.2%
资产减值损失	16.8	17.7	17.0	40.0	20.0	NOPLAT 增长率	38.9%	-3056.0	-49.6%	42.6%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-0.2	-	-	-	投资资本增长率	-1.3%	210.8%	101.0%	-57.7%	118.9%
投资和汇兑收益	-0.0	3.7	-18.2	-22.2	-20.2	净资产增长率	0.4%	180.3%	0.6%	1.9%	2.6%
营业利润	-7.9	209.0	85.0	148.2	189.6	利润率					
加:营业外净收支	13.5	1.3	7.4	4.3	5.9	毛利率	42.1%	65.0%	64.0%	65.0%	65.0%
利润总额	5.6	210.3	92.4	152.5	195.5	营业利润率	-2.3%	21.3%	5.8%	9.7%	11.2%
减:所得税	1.7	43.1	18.5	30.5	39.1	净利润率	1.7%	16.3%	7.6%	10.6%	11.7%
净利润	5.9	160.1	111.4	161.9	197.6	EBITDA/营业收入	3.8%	26.4%	11.3%	13.9%	15.2%
						EBIT/营业收入	-2.6%	21.9%	7.8%	10.7%	12.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	255	103	71	62	51
						流动营业资本周转天数	259	20	190	162	131
						流动资产周转天数	620	297	412	396	362
						应收帐款周转天数	271	121	227	206	185
						存货周转天数	134	37	76	64	59
						总资产周转天数	1,001	730	890	832	745
						投资资本周转天数	590	418	639	579	499
						投资回报率					
						ROE	0.8%	7.6%	5.2%	7.2%	8.4%
						ROA	0.4%	5.5%	1.8%	4.2%	3.8%
						ROIC	-1.1%	32.8%	5.3%	3.8%	11.3%
						费用率					
						销售费用率	14.0%	17.3%	28.7%	26.0%	26.0%
						管理费用率	23.9%	23.2%	23.6%	23.0%	23.0%
						财务费用率	-0.3%	2.0%	2.0%	1.0%	1.0%
						三费/营业收入	37.6%	42.6%	54.3%	50.0%	50.0%
						偿债能力					
						资产负债率	20.9%	29.1%	49.0%	23.9%	45.2%
						负债权益比	26.5%	41.1%	95.9%	31.3%	82.4%
						流动比率	2.96	1.23	1.71	1.54	2.91
						速动比率	2.41	1.12	1.32	1.51	2.25
						利息保障倍数	9.61	10.76	3.86	10.66	12.23
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.01	0.16	0.23	0.29
						分红比率	57.6%	3.2%	50.0%	50.0%	50.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	1.4%	2.1%	2.6%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	177.1	375.6	116.9	651.2	135.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	268.5	391.4	1,452.8	306.0	1,427.5
应收票据	19.4	8.3	136.6	0.4	121.5
预付帐款	12.8	17.0	39.7	12.9	44.6
存货	111.2	93.0	526.3	21.0	528.5
其他流动资产	2.4	139.3	47.7	63.1	83.4
可供出售金融资产	25.2	22.7	22.7	23.5	23.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	3.0	3.0	3.0	3.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	260.2	302.8	276.5	250.2	223.9
在建工程	15.1	11.1	11.1	11.1	11.1
无形资产	43.2	127.8	103.7	79.7	55.6
其他非流动资产	29.3	1,523.7	1,476.4	1,457.8	1,446.9
资产总额	964.4	3,015.6	4,213.5	2,879.9	4,104.1
短期债务	20.0	70.0	823.8	-	116.2
应付帐款	101.5	450.5	252.6	374.7	378.7
应付票据	6.2	8.4	56.1	26.7	25.4
其他流动负债	71.7	306.2	227.0	281.3	284.1
长期借款	-	36.0	699.3	-	1,044.9
其他非流动负债	2.2	6.8	3.8	4.3	5.0
负债总额	201.8	877.8	2,062.6	687.0	1,854.3
少数股东权益	7.1	28.3	-9.2	-49.1	-90.3
股本	252.0	339.6	345.2	345.2	345.2
留存收益	494.2	1,759.3	1,815.0	1,896.8	1,995.0
股东权益	762.7	2,137.8	2,151.0	2,192.9	2,249.9

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3.9	167.2	111.4	161.9	197.6
加:折旧和摊销	21.9	57.6	50.4	50.4	50.4
资产减值准备	16.8	17.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	0.2	-	-	-
财务费用	0.7	20.9	29.7	15.3	16.9
投资损失	0.0	-3.7	18.2	22.2	20.2
少数股东损益	-2.0	7.1	-37.5	-39.9	-41.2
营运资金的变动	-19.0	-17.8	-1,744.2	1,966.7	-1,784.2
经营活动产生现金流量	33.4	341.7	-1,572.0	2,176.7	-1,540.3
投资活动产生现金流量	-30.5	-606.1	-13.2	-23.9	-20.8
融资活动产生现金流量	15.5	462.8	1,326.6	-1,618.5	1,044.9

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.02	0.46	0.32	0.47	0.57
BVPS(元)	2.19	6.11	6.26	6.50	6.78
PE(X)	657.4	24.2	34.8	23.9	19.6
PB(X)	5.1	1.8	1.8	1.7	1.7
P/FCF	115.7	-4.2	-18.2	6.1	-10.0
P/S	11.4	3.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	486.7	26.7	31.4	14.5	18.5
CAGR(%)	215.5%	-2.2%	241.7%	215.5%	-2.2%
PEG	3.1	-11.0	0.1	0.1	-8.9
ROIC/WACC	-0.1	2.6	0.4	0.3	0.9
REP	-129.3	1.5	3.5	7.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、苏多永、刘文正、陈冠呈、杜一帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034