天风证券 TF SECURITIES

国新文化（600636）

证券研究报告
2020 年 11 月 02 日

非经损益带动净利大幅增长，战略投资华晟经世布局职教赛道

20Q1-3 收入 4.22 亿同比减 51.82%；归母净利 0.84 亿同比增 589.39%，扣非后归母净利 0.54 亿同比增 33.6%。

10 月 30 日，国新文化公布 2020 年第三季度报告，

归母净利大幅增长主要系（i）本期文化教育版块营业收入较上年同期增长；（ii）公司开展降本增效专项工作，取得较好效果；（iii）两家化工子公司处置收益；（iv）上期含股份支付事项对所得税费用的影响。本期非经常性损益约 0.30 亿，其中非流动资产处置损益 0.25 亿。收入减少主要系化工资产置出合并范围减小，化工营业收入减少（2020 年 3 月，常熟新材料 100%股权及新材料销售 100%股权转让完成工商变更登记）。

全资子公司奥威亚 20Q1-3 营收 2.19 亿同比增 5.2%，净利润 8368.63 万，同比增 144.3%，主要系部分所得税额影响。

分季度看，20Q1 收入 0.85 亿同比减 69.39%；归母净利 0.18 亿元，同比增长 1645.15%；20Q2 收入 1.17 亿元同比减 57.97%；归母净利 0.15 亿元，同比增长 194.01%；20Q3 收入 2.19 亿元同比减 31.11%；归母净利 0.52 亿元，同比增长 78.19%。

投资北京华晟经世，布局职业教育领域

同时，公司公告，拟以现金 2.9 亿收购北京华晟经世信息技术有限公司 27%股权，华晟经世全部股东权益价值 11.18 亿，国新文化拟按照 10.8 亿元估值出资 2.9 亿受让原股东 27%股权。华晟经世承诺 2020-22 年审计税后净利润不低于 7000 万、16000 万、27000 万元。

维持盈利预测，给予买入评级。

公司将继续紧紧围绕教育信息化 2.0 行动计划的目标任务和教育信息化发展趋势，全面实施 “三三六战略”。本次战略投资华晟经世公司战略发展需要，有利于进一步做大文化教育主业，实现现有教育信息化业务和职业教育的协同发展。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.81 元，PE 分别为 26x、21x、18x。

风险提示：拿单不及预期，核心高管流失，市场竞争激烈，华晟经世业绩不及预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,663.58	1,248.22	2,520.18	3,024.22	3,629.06
增长率(%)	(68.27)	(24.97)	101.90	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	851.78	258.90	475.78	496.46	605.04
净利润(百万元)	543.10	119.41	249.83	305.34	364.23
增长率(%)	1,036.02	(78.01)	109.21	22.22	19.29
EPS(元/股)	1.22	0.27	0.56	0.68	0.81
市盈率(P/E)	11.97	54.46	26.03	21.30	17.85
市净率(P/B)	2.12	2.15	2.02	1.89	1.76
市销率(P/S)	3.91	5.21	2.58	2.15	1.79
EV/EBITDA	4.58	13.76	11.44	10.19	8.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	446.94
流通 A 股股本(百万股)	446.94
A 股总市值(百万元)	6,502.93
流通 A 股市值(百万元)	6,502.93
每股净资产(元)	6.66
资产负债率(%)	4.40
一年内最高/最低(元)	17.78/9.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《国新文化-公司点评:联手中兴通讯就 5G 展开深度合作，国企资源禀赋价值显著》 2020-05-26
2 《三爱富-年报点评报告:20Q1 扭亏拟更名国新文化，“三个课堂”引领行业机遇》 2020-04-25
3 《三爱富-公司点评:Q1 订单快速释放，新基建+三个课堂带动产业新周期》 2020-04-02

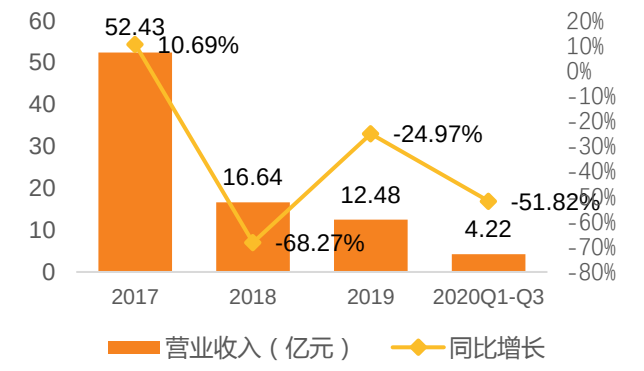
20Q1-3 收入 4.22 亿同比减 51.82%；归母净利 0.84 亿同比增 589.39%，扣非后归母净利 0.54 亿同比增 33.6%。10 月 30 日，国新文化公布 2020 年第三季度报告，

归母净利大幅增长主要系（i）本期文化教育版块营业收入较上年同期增长；（ii）公司开展降本增效专项工作，取得较好效果；（iii）两家化工子公司处置收益；（iv）上期含股份支付事项对所得税费用的影响。**本期非经常性损益约 0.30 亿，其中非流动资产处置损益 0.25 亿。收入减少主要系化工资产置出合并范围减小，化工营业收入减少**（2020 年 3 月，常熟新材料 100%股权及新材料销售 100%股权转让完成工商变更登记）。

全资子公司奥威亚 20Q1-3 营收 2.19 亿同比增 5.2%，净利润 8368.63 万，同比增 144.3%，主要系部分所得税额影响。

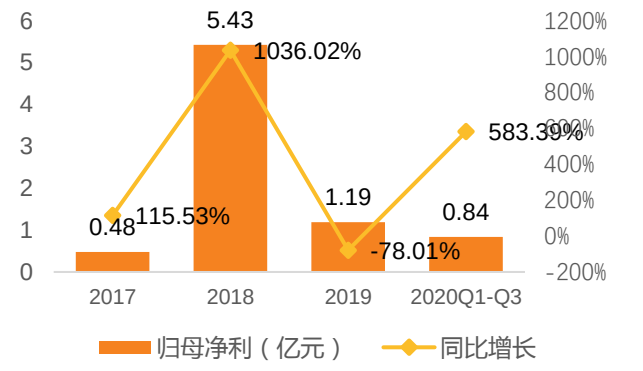
分季度看，20Q1 收入 0.85 亿同比减 69.39%；归母净利 0.18 亿元，同比增长 1645.15%；20Q2 收入 1.17 亿元同比减 57.97%；归母净利 0.15 亿元，同比增长 194.01%；20Q3 收入 2.19 亿元同比减 31.11%；归母净利 0.52 亿元，同比增长 78.19%。

图 1：2020 Q1-Q3 收入 4.22 亿元，同比减少 51.82%



资料来源：wind，天风证券研究所

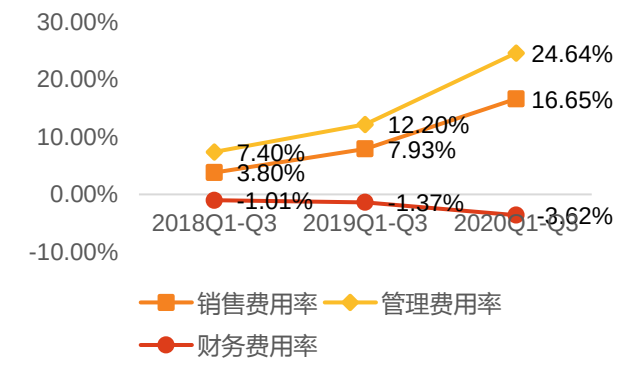
图 2：20Q1-Q3 归母净利润 0.84 亿元，同比增长 589.39%



资料来源：wind，天风证券研究所

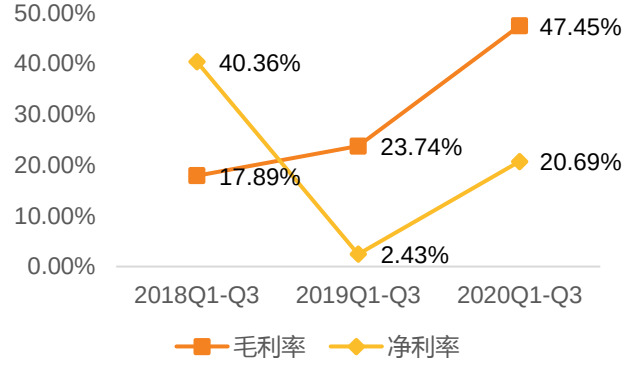
20Q1-Q3 期间费用率 37.67%，同比增长 18.92pct，主要系化工资产置出致收入大幅减少所致。其中管理费用率 24.64%，同比增长 12.44pct；财务费用率-3.62%，同比减少 2.25pct；销售费用率 16.65%，同比增长 8.72pct。**20Q1-Q3 毛利率 47.45%同比增长 23.71pct；净利率 20.69%同比增长 18.26pct，毛利率净利率增长主要系置出盈利能力较弱的化工业务。**

图 3：20Q1-Q3 期间费用率 37.67%，同比增长 18.92pct



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：20Q1-Q3 毛利率 47.45%同比增长 23.71pct



资料来源：wind，天风证券研究所

投资北京华晟经世，布局职业教育领域。同时，公司公告，拟以现金 2.9 亿收购北京华晟经世信息技术有限公司 27%股权，华晟经世全部股东权益价值 11.18 亿，国新文化拟按照 10.8 亿元估值出资 2.9 亿受让原股东 27%股权。**华晟经世承诺 2020-22 年审计税后净利润不低于 7000 万、16000 万、27000 万元。**

华晟经世深耕校企合作，初具规模。公司成立于 2003 年，华晟经世致力于构建面向行业的一站式产教融合服务平台，以专业的教育团队和互联网+的技术平台将企业资源引入大学，为高校提供实践教学解决方案、教育技术产品、教学资源开发等产品和企业工程师驻校、国际工程教育专业认证咨询、国际教育等服务，以此创新教育方式与生态，促进简单学习和教育进步。

目前，合作院校 500+，深度合作院校 170 所（国内高校 153 所，涵盖全国 30 个省级行政区域；国外高校 17 所）。在校生 55000+，已培养毕业生 42509 人。

财务方面，华晟经世 2019 年收入 3.5 亿、净利 0.44 亿；2020 年 1-4 月收入 0.78 亿，净利 0.09 亿；截至 2020 年 4 月 30 日总资产 4 亿，净资产 2.4 亿。

本次交易基于公司战略发展需要，有利于进一步做大文化教育主业，实现现有教育信息化业务和职业教育的协同发展。

维持盈利预测，给予买入评级。公司将继续紧紧围绕教育信息化 2.0 行动计划的目标任务和教育信息化发展趋势，全面实施 “三三六战略”。打造支撑全局发展的研究能力、具有核心竞争力的产业链整合能力、具有强大渠道资源和金融支撑的全国销售能力，赋能公司投资并购的教育信息化企业。本次战略投资华晟经世公司战略发展需要，有利于进一步做大文化教育主业，实现现有教育信息化业务和职业教育的协同发展。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.81 元，PE 分别为 26x、21x、18x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	906.39	1,052.26	1,156.41	1,586.97	1,756.54
应收票据及应收账款	196.99	143.96	393.27	126.55	497.23
预付账款	6.78	44.93	22.13	43.58	48.99
存货	165.29	68.60	315.38	210.06	356.33
其他	232.57	441.37	1,625.29	769.91	960.23
流动资产合计	**1,508.03**	**1,751.13**	**3,512.48**	**2,737.07**	**3,619.33**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	341.01	213.16	235.91	271.04	300.61
在建工程	1.37	44.73	62.84	85.70	81.42
无形资产	92.62	57.20	43.37	29.55	15.73
其他	1,549.70	1,465.25	1,523.08	1,512.55	1,498.97
非流动资产合计	**1,984.70**	**1,780.33**	**1,865.19**	**1,898.85**	**1,896.72**
资产总计	**3,492.73**	**3,531.46**	**5,377.67**	**4,635.92**	**5,516.05**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	133.74	89.38	199.17	201.24	290.97
其他	191.25	312.94	1,756.70	776.57	1,254.60
流动负债合计	**324.98**	**402.32**	**1,955.87**	**977.81**	**1,545.57**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.42	12.37	32.41	20.73	21.84
非流动负债合计	**17.42**	**12.37**	**32.41**	**20.73**	**21.84**
负债合计	**342.40**	**414.69**	**1,988.28**	**998.55**	**1,567.40**
少数股东权益	80.83	86.53	165.37	199.34	254.69
股本	446.94	446.94	446.94	446.94	446.94
资本公积	1,503.74	1,503.74	1,503.74	1,503.74	1,503.74
留存收益	2,622.55	2,583.31	2,777.09	2,991.09	3,247.03
其他	(1,503.74)	(1,503.74)	(1,503.74)	(1,503.74)	(1,503.74)
股东权益合计	**3,150.33**	**3,116.77**	**3,389.39**	**3,637.37**	**3,948.65**
负债和股东权益总计	**3,492.73**	**3,531.46**	**5,377.67**	**4,635.92**	**5,516.05**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	544.77	126.03	249.83	305.34	364.23
折旧摊销	45.23	55.92	32.97	35.83	38.54
财务费用	(0.11)	1.64	0.00	0.00	0.00
投资损失	(671.49)	(2.22)	(7.82)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	3,065.82	(13.47)	(141.45)	226.76	(130.25)
其它	(3,006.58)	(27.59)	82.99	34.55	56.60
经营活动现金流	**(22.37)**	**140.31**	**216.52**	**594.47**	**324.13**
资本支出	150.15	(59.32)	39.96	91.68	48.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	392.25	206.73	(92.14)	(163.68)	(93.90)
投资活动现金流	**542.40**	**147.41**	**(52.18)**	**(72.00)**	**(45.00)**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	44.40	29.44	13.70	13.70	13.70
其他	(788.33)	(117.59)	(73.89)	(105.61)	(123.25)
筹资活动现金流	**(743.93)**	**(88.15)**	**(60.20)**	**(91.91)**	**(109.56)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(223.90)**	**199.56**	**104.14**	**430.56**	**169.57**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,663.58**	**1,248.22**	**2,520.18**	**3,024.22**	**3,629.06**
营业成本	1,287.58	825.52	1,512.11	1,844.77	2,177.44
营业税金及附加	17.79	10.47	17.64	30.24	36.29
营业费用	98.34	118.14	226.82	272.18	326.62
管理费用	106.10	100.91	201.61	241.94	308.47
研发费用	57.05	74.09	126.01	181.45	217.74
财务费用	(16.86)	(15.74)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	18.56	(7.96)	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	671.49	2.22	7.82	8.00	5.00
其他	(1,406.64)	(35.32)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
营业利润	**830.16**	**175.88**	**442.81**	**460.63**	**566.50**
营业外收入	2.55	12.95	9.95	4.10	3.61
营业外支出	4.34	0.55	9.00	11.55	9.00
利润总额	**828.37**	**188.29**	**443.76**	**453.18**	**561.11**
所得税	283.61	62.26	110.94	113.30	140.28
净利润	**544.77**	**126.03**	**332.82**	**339.89**	**420.84**
少数股东损益	1.67	6.62	82.99	34.55	56.60
归属于母公司净利润	**543.10**	**119.41**	**249.83**	**305.34**	**364.23**
每股收益（元）	1.22	0.27	0.56	0.68	0.81

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-68.27%	-24.97%	101.90%	20.00%	20.00%
营业利润	142.97%	-78.81%	151.76%	4.02%	22.98%
归属于母公司净利润	1036.02%	-78.01%	109.21%	22.22%	19.29%
获利能力					
毛利率	22.60%	33.86%	40.00%	39.00%	40.00%
净利率	32.65%	9.57%	9.91%	10.10%	10.04%
ROE	17.69%	3.94%	7.75%	8.88%	9.86%
ROIC	19.00%	4.99%	16.18%	15.97%	21.33%
偿债能力					
资产负债率	9.80%	11.74%	36.97%	21.54%	28.42%
净负债率	-28.77%	-33.76%	-34.12%	-43.63%	-44.48%
流动比率	4.64	4.35	1.80	2.80	2.34
速动比率	4.13	4.18	1.63	2.58	2.11
营运能力					
应收账款周转率	10.20	7.32	9.38	11.64	11.64
存货周转率	8.15	10.67	13.13	11.51	12.81
总资产周转率	0.31	0.36	0.57	0.60	0.71
每股指标（元）					
每股收益	1.22	0.27	0.56	0.68	0.81
每股经营现金流	-0.05	0.31	0.48	1.33	0.73
每股净资产	6.87	6.78	7.21	7.69	8.27
估值比率					
市盈率	11.97	54.46	26.03	21.30	17.85
市净率	2.12	2.15	2.02	1.89	1.76
EV/EBITDA	4.58	13.76	11.44	10.19	8.19
EV/EBIT	4.84	17.52	12.29	10.98	8.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com