

# 拟并购恒大教育 35% 股权，布局素质教育服务领域

## ——三盛教育 (300282.SZ) 收购事件点评

公司简报

### 买入 (维持)

当前价：11.77 元

### 分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

[kailiu@ebsec.com](mailto:kailiu@ebsec.com)

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-52523693

[caoty@ebsec.com](mailto:caoty@ebsec.com)

### 联系人

贾昌浩

021-52523835

[jiachanghao@ebsec.com](mailto:jiachanghao@ebsec.com)

### 市场数据

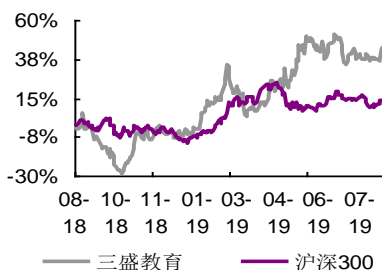
总股本(亿股)：3.74

总市值(亿元)：44.06

一年最低/最高(元)：5.49/12.90

近3月换手率：55.23%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.72	-3.79	27.98
绝对	-1.10	-0.34	42.02

资料来源：Wind

### 事件：

2019年8月22日，三盛教育发布公告拟分两次购买恒大教育10%、25%股权，投资金额共计2.73亿元；8月13日公告拟收购中育贝拉40%股权，投资金额9660万元。

### 点评：

◆**交易框架：**三盛教育与王静、北京和盈同创投资顾问有限公司以及山东三品恒大教育科技股份有限公司签订《投资合作框架协议》，拟分两次购买恒大教育10%、25%股权，投资金额分别为0.78亿元、1.95亿元，共计2.73亿元，恒大教育此次整体估值为7.8亿元。第一次投资完成后，若恒大教育2019年下半年扣非净利润不低于2400万元，则三盛教育将在审计报告出具后1个月内以现金方式购买恒大教育25%股权；若低于2400万元，则三盛教育有权要求业绩承诺方进行股份回购或现金补偿。恒大教育承诺2019H2及2020-2022年扣非归母净利润将分别不低于3000万元、6800万元、8160万元与9790万元。目前王静持有恒大教育55%股权，为企业董事长、控股股东及实际控制人；和盈同创持有恒大教育7.51%股权。

◆**标的概况：**恒大教育创立于2002年，2016年在新三板挂牌，挂牌时为一家从事道路货物运输业务的现代化物流企业，2017年底收购北京恒大三品教育科技有限公司100%股权之后开始从事教育业务，2018年恒大教育的教育业务营收占比达60%，原物流业务营收占比已下调至40%。恒大教育为科技教育一站式服务供应商，主要从事青少年儿童科学课程的研发和培训、幼儿科学类教具的研发推广和销售等业务。恒大教育的主营业务以机器人教育培训为载体，C端面向3-18岁青少年，提供机器人教育培训；B端面向幼儿园、中小学等客户提供机器人教育课程输出服务，及科技类教具销售等。业务调整后2018年恒大教育盈利高增，实现营业收入6977万元(+63%)，归母净利润1083万元(+229%)，扣非归母净利润1086万元(+534%)。

表1：2016-2018 恒大教育盈利高增

	2016	2017	2018
营业收入(万元)	4014.83	4178.77	6977.32
营业收入 YOY	4.77%	4.08%	62.65%
归母净利润(万元)	50.78	334.97	1083.05
归母净利润 YOY	217.25%	559.70%	229.11%
扣非归母净利润(万元)	49.43	177.16	1085.6
扣非归母净利润 YOY	282.17%	259.36%	533.83%

资料来源：Wind，光大证券研究所

◆**拟收购中育贝拉 40% 股权，深化国际教育领域布局。**2019 年 8 月 13 日，三盛教育与李松、王伟以及北京中育贝拉国际教育科技有限公司签订了《投资框架协议》，公司拟以现金方式收购中育贝拉不低于 40% 股权。以中育贝拉 2020 年预测净利润为基础，初步确定中育贝拉本次投资后估值为 2.42 亿元，对应 40% 股权的交易对价为 9660 万元，最终收购比例和交易价格由各方协商在正式投资协议中约定。中育贝拉承诺 2019 年 9 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日、以及 2021-2023 年净利润分别不低于 2400 万元、2625 万元、3280 万元与 4100 万元。

◆**中育贝拉主营国际教育。**中育贝拉国际教育业务起始于 2010 年，目前主要业务为国际高中教育和出国留学、游学咨询，合作伙伴包括各省市优质公办及民办学校。中育贝拉还是剑桥国际考评部全球战略伙伴、美国荣誉课程中国独家代理、加州大学欧文分校生源基地，开设课程包括 AP、A-level、美国高中课程、GAC 等，拥有出色的办学成绩。本次投资中育贝拉是公司在国际教育领域的重要布局，有利于公司战略目标的落地，对公司长期经营业绩有积极影响。

◆**三盛教育全面聚焦教育领域，重点关注智慧教育和学历教育。**2018 年三盛教育全面聚焦于教育领域，明确了“做大做强智慧教育和学历教育服务，加深智慧教育和学历教育的链接，提升公司的价值创造能力”的战略发展方向。公司在保证原有智能教育装备与服务业务稳定健康发展的基础上，布局、智慧教育、素质教育等教育行业细分领域。2018 年 9 月三盛教育受让睿颂天勤 77.86% 股权，正式布局教育服务行业；2019 年 8 月 13 日收购贝拉 40% 股权，深化国际教育领域布局；8 月 22 日购买恒大教育 35% 股权，将进一步深化在素质教育服务领域的布局。

**表 2：三盛教育备考业绩预测**

净利润 (亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
主业	1.14	1.26	1.65	1.85
YoY		5%	33%	13%
恒大教育		0.30	0.68	0.82
YoY			127%	20%
中育贝拉			0.26	0.33
YoY				27%
总计	1.14	1.29	1.99	2.27

资料来源：Wind，光大证券研究所

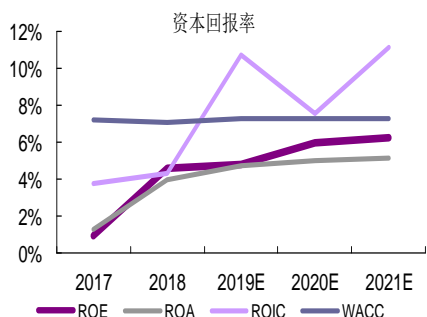
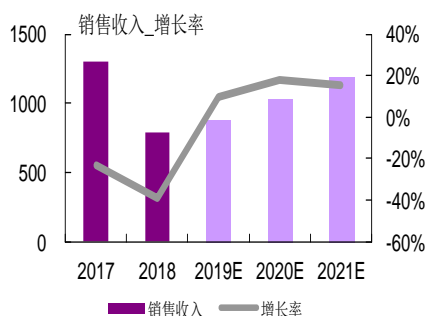
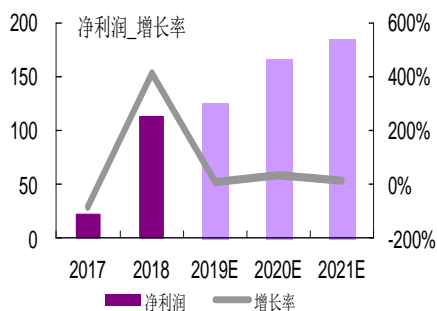
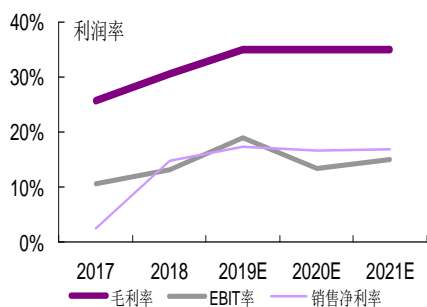
◆**业绩预测和估值指标。**不考虑公司对中育贝拉和恒大教育的并购，考虑到 19 年公司股权激励产生的费用，我们小幅下调 19 年的盈利预测为 1.26 亿元，小幅上调 20 年净利润预测为 1.65 亿元，新增 21 年净利润预测为 1.85 亿元，EPS 预测为 0.34/0.44/0.49 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**教学质量下滑、教育政策变动、外延扩张策略不达预期。

## 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,299	793	872	1,029	1,188
营业收入增长率	-23.42%	-38.98%	9.96%	18.12%	15.44%
净利润 (百万元)	22	114	126	165	185
净利润增长率	-82.28%	410.82%	10.30%	31.57%	11.79%
EPS (元)	0.06	0.30	0.34	0.44	0.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.94%	4.60%	4.84%	5.98%	6.27%
P/E	198	39	35	27	24
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 22 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,299</b>	<b>793</b>	<b>872</b>	<b>1,029</b>	<b>1,188</b>
营业成本	967	550	566	669	772
折旧和摊销	38	21	20	21	22
营业税费	9	8	9	12	14
销售费用	41	36	44	57	65
管理费用	131	75	87	134	154
财务费用	15	-36	-14	-17	-11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-71	6	3	45	67
<b>营业利润</b>	<b>52</b>	<b>131</b>	<b>183</b>	<b>199</b>	<b>257</b>
<b>利润总额</b>	<b>57</b>	<b>134</b>	<b>192</b>	<b>228</b>	<b>267</b>
少数股东损益	11	3	25	6	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22</b>	<b>114</b>	<b>126</b>	<b>165</b>	<b>185</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>2,607</b>	<b>2,912</b>	<b>3,144</b>	<b>3,396</b>	<b>3,857</b>
流动资产	939	1,696	1,824	2,082	2,560
货币资金	616	714	1,490	1,544	1,928
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	206	291	213	252	290
应收票据	0	22	70	82	95
其他应收款	12	27	8	8	10
存货	37	92	16	156	185
可供出售投资	19	14	6	6	6
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	11	96	111	116
固定资产	62	79	70	61	52
无形资产	77	99	108	117	124
<b>总负债</b>	<b>230</b>	<b>419</b>	<b>507</b>	<b>589</b>	<b>850</b>
无息负债	142	219	505	582	833
有息负债	88	200	2	7	17
<b>股东权益</b>	<b>2,377</b>	<b>2,493</b>	<b>2,636</b>	<b>2,807</b>	<b>3,007</b>
股本	250	250	374	374	374
公积金	2,023	2,021	1,909	1,926	1,944
未分配利润	92	206	312	461	627
少数股东权益	12	16	41	46	62

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-41</b>	<b>-66</b>	<b>1,095</b>	<b>1</b>	<b>301</b>
净利润	22	114	126	165	185
折旧摊销	38	21	20	21	22
净营运资金增加	83	460	-914	166	-118
其他	-184	-660	1,863	-350	213
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-90</b>	<b>14</b>	<b>-129</b>	<b>30</b>	<b>62</b>
净资本支出	-115	-93	-45	0	0
长期投资变化	5	11	-85	-15	-5
其他资产变化	20	95	0	45	67
<b>融资活动现金流</b>	<b>477</b>	<b>147</b>	<b>-190</b>	<b>23</b>	<b>21</b>
股本变化	10	0	124	0	0
债务净变化	-133	112	-198	5	10
无息负债变化	-938	77	286	77	251
<b>净现金流</b>	<b>339</b>	<b>98</b>	<b>776</b>	<b>54</b>	<b>384</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-23.42%	-38.98%	9.96%	18.12%	15.44%
净利润增长率	-82.28%	410.82%	10.30%	31.57%	11.79%
EBITDA 增长率	-23.38%	-27.90%	48.04%	-15.31%	27.79%
EBIT 增长率	-21.93%	-23.46%	58.91%	-17.70%	31.44%
<b>估值指标</b>					
PE	198	39	35	27	24
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	21	17	20	14
EV/EBIT	20	25	19	23	16
EV/NOPLAT	34	28	24	30	21
EV/Sales	2	3	4	3	2
EV/IC	1	1	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	25.59%	30.61%	35.00%	35.00%	35.00%
EBITDA 率	13.40%	15.83%	21.32%	15.28%	16.92%
EBIT 率	10.49%	13.16%	19.02%	13.25%	15.09%
税前净利润率	4.39%	16.92%	22.08%	22.10%	22.44%
税后净利润率 (归属母公司)	1.72%	14.36%	14.40%	16.04%	15.53%
ROA	1.26%	4.02%	4.78%	5.02%	5.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.94%	4.60%	4.84%	5.98%	6.27%
经营性 ROIC	3.76%	4.34%	10.74%	7.59%	11.13%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.21	4.11	3.66	3.62	3.10
速动比率	4.04	3.89	3.63	3.35	2.88
归属母公司权益/有息债务	26.91	12.38	1297.86	394.41	173.26
有形资产/有息债务	20.72	10.36	1139.42	363.30	177.46
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.06	0.30	0.34	0.44	0.49
每股红利	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.11	-0.18	2.93	0.00	0.80
每股自由现金流(FCFF)	-0.18	-1.12	2.72	-0.06	0.74
每股净资产	6.32	6.62	6.94	7.38	7.88
每股销售收入	3.47	2.12	2.33	2.75	3.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼